

Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Beatriz Rosa Lopes Cancela

Determinantes da Sustentabilidade Empresarial: o caso ibérico

Determinantes da Sustentabilidade Empresarial: o caso ibérico

Beatriz Rosa Lopes Cancela

ISCAC | 2019

Coimbra, Maio de 2019



Instituto Politécnico de Coimbra
Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Coimbra

Beatriz Rosa Lopes Cancela

Determinantes da Sustentabilidade Empresarial: o caso ibérico

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Neves. E coorientação de António Carlos Gomes Dias.

Coimbra, Maio de 2019

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

DEDICATÓRIA

À minha **mãe**. Pela sua inesgotável coragem.

À memória do meu **Pai**. Que sempre acreditou em mim, e estará sempre a meu lado.

À memória do meu **Avô Sousa**. Um Homem empreendedor, e de uma força inspiradora.

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho não seria possível sem a compreensão, acompanhamento e carinho de várias pessoas, às quais estou muito grata.

Primeiro, quero agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Maria Elisabete Neves. Foi inacreditável o seu constante apoio e acompanhamento durante este percurso. Agradeço também ao meu coorientador, professor Doutor António Carlos Gomes Dias. Os vossos conhecimentos e conselhos foram sempre pertinentes e decisivos na elaboração deste trabalho. Espero que esta entreatajuda continue e dê frutos no futuro.

A todos os meus amigos, que acompanharam este percurso, agradeço a compreensão e ajuda neste período de maior ausência. Obrigada pelas palavras de incentivo, mas principalmente, por acreditarem sempre em mim e no meu trabalho.

À minha mãe reconheço o seu esforço diário para me apoiar nas minhas escolhas, o seu incentivo na continuidade do meu percurso académico, e a mãe proativa em que se tornou. Aos dois grandes Homens da minha vida que já partiram, Pai e Avô, devo-vos tudo o que até hoje alcancei. A minha pequena família é a base para a minha alegria contagiante, energia, destreza, capacidade de resiliência e lado empreendedor, pois foram ensinamentos e estímulos que me incutiram e tenho orgulho em preservar.

Por último, agradeço ao meu namorado, Tiago, pelo seu companheirismo, amizade e carinho em mais uma etapa da minha vida. Decididamente, o meu percurso não teria sido tão enriquecedor, motivante e desafiante sem o teu apoio e palavras de força. Obrigada, sei que sempre acreditaste em mim, no meu valor e na minha dedicação.

RESUMO

A sustentabilidade empresarial é, atualmente, encarada como um dos principais fatores de sucesso das organizações. Assim, empresas com ambições ao nível da sustentabilidade empresarial, devem definir estratégias cujo objetivo passe pela criação de valor económico, e evolução da performance a nível ambiental e social.

O presente trabalho tem como principal objetivo estudar os fatores que determinam o desenvolvimento da sustentabilidade, no período compreendido entre 2013 e 2017. A amostra é constituída por 99 empresas não financeiras, da Península Ibérica, das quais 32 correspondem a empresas da *Euronext Lisbon*, e 67 da *Madrid Stock Exchange*. A metodologia utilizada para testar as hipóteses formuladas foi o modelo de dados em painel, mais concretamente, o GMM-System (1998).

Os resultados obtidos demonstram que em Portugal, o desenvolvimento da sustentabilidade é afetado pelo produto interno bruto, pelas características de *corporate governance*, bem como características específicas das empresas. Por outro lado, as empresas em Espanha apenas são influenciadas pelas características de *corporate governance*, e específicas das empresas. Por último, da análise da amostra conjunta, realça-se a influência das especificidades das empresas, nomeadamente, o tamanho da empresa, a estrutura de capitais e a idade das empresas.

Em suma, é possível concluir que os dois países em estudo apresentam economias e estruturas de governo das sociedades distintas, motivo pelo qual os resultados se apresentam diferentes. Adicionalmente, é de ressaltar o facto das características específicas das empresas serem as características com maior relevância no desenvolvimento da sustentabilidade.

Palavras-chave: Sustentabilidade Empresarial; Macroeconomia; Governo das Sociedades; Características das empresas; Península Ibérica.

ABSTRACT

Corporate sustainability is currently known as a key factor in firm success. Thus, ambitious companies at corporate sustainability, should define strategies aiming to create economic value and evolution of environmental and social performance.

The main objective of this work is to study the factors that determine the development of corporate sustainability, during the 2013-2017 period. We have studied a sample of 99 non-financial firms of Iberian Peninsula, being 32 firms from Euronext Lisbon and 67 from Madrid Stock Exchange. The methodology used to test the formulated hypothesis has been the panel data models, specifically GMM-System (1998).

The results obtained have shown that in Portugal the development of sustainability is affected by gross domestic product, corporate governance as well as firm-specific characteristics of companies. On the other and, companies in Spain are affected by corporate governance and firm-specific characteristics. Finally, the data from Iberian Peninsula highlight the influence of firm-specific characteristics, including size, capital structure and age.

In sum, the two countries are different regarding economies and corporate governance structures. Additionally, the determinants of corporate sustainability within companies, namely firm-specific characteristics, which are the most relevant factors in sustainability development.

Keywords: Corporate Sustainability; Macroeconomic; Corporate Governance; firm-specific; Iberian Peninsula

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
1 CAPÍTULO 1 – REVISÃO DA LITERATURA	4
1.1 Evolução da sustentabilidade empresarial	4
1.1.1 Conceito de sustentabilidade empresarial	4
1.1.2 A emergência do reporte	8
1.2 Determinantes da sustentabilidade empresarial e hipóteses de investigação ...	16
1.2.1 Características macroeconómicas	16
1.2.1.1 Relação entre o Produto Interno Bruto e a Sustentabilidade Empresarial	16
1.2.2 Características de <i>Corporate Governance</i>	17
1.2.2.1 Teorias, Modelos e Sistemas de Corporate Governance	18
1.2.2.2 Relação entre o tamanho do conselho de administração e a	
Sustentabilidade Empresarial	24
1.2.2.3 Relação entre a independência do conselho de administração e a	
Sustentabilidade Empresarial	25
1.2.2.4 Relação entre a comissão de auditoria e a Sustentabilidade Empresarial	
26	
1.2.2.5 Relação entre a comissão de responsabilidade social e corporativa e a	
Sustentabilidade Empresarial	28
1.2.3 Características específicas das empresas	28
1.2.3.1 Relação entre o tamanho da empresa e a Sustentabilidade Empresarial	
29	
1.2.3.2 Relação entre a estrutura de capitais e a Sustentabilidade Empresarial	
30	
1.2.3.3 Relação entre o crescimento das vendas e a Sustentabilidade	
Empresarial	31
1.2.3.4 Relação entre a idade e a Sustentabilidade Empresarial	32

1.2.3.5	Relação entre a Tangibilidade a Sustentabilidade Empresarial.....	32
2	CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	34
2.1	Horizonte temporal e amostra estatística	34
2.2	Variáveis a incluir no modelo	39
2.2.1	Variáveis dependentes	39
2.2.2	Variáveis independentes	40
2.3	Modelo empírico	42
2.4	Método de estimação.....	44
2.4.1	Testes	44
3	CAPÍTULO 3 – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	47
3.1	Estatísticas descritivas.....	47
3.2	Discussão de resultados dos modelos de regressão.....	50
	CONCLUSÃO	65
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67
	APÊNDICES	79
	APÊNDICE 1. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO ECONÓMICA.....	80
	APÊNDICE 2. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO AMBIENTAL	81
	APÊNDICE 3. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO SOCIAL	82
	APÊNDICE 4. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS	83
	APÊNDICE 5. TABELA SÍNTESE SINAIS OBTIDOS.....	84

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.1 - Dimensões da Sustentabilidade Empresarial	5
Figura 1.2 – Cadeia de impacto da sustentabilidade.....	7
Figura 1.3 - Ciclo PDCA	9
Figura 1.4 – Estrutura do Sistema Anglo-saxónico	20
Figura 1.5 – Estrutura do Sistema Continental	21
Figura 1.6 - Modelo Latino/Monista	22
Figura 1.7 - Modelo Anglo-Saxónico.....	22
Figura 1.8 - Modelo Dualista.....	23

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1 – Resumo das empresas presentes no estudo e cotadas na Euronext Lisbon	36
Tabela 2.2 – Resumo das Empresas presentes no estudo e cotadas na Madrid Stock Exchange.....	37
Tabela 2.3 – Descrição das variáveis dependentes	39
Tabela 2.4 – Descrição das variáveis Independentes.....	41
Tabela 3.1 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Portugal	47
Tabela 3.2 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Espanha	48
Tabela 3.3 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra da Península Ibérica	49
Tabela 3.4 - Resultados de Estimação dos Modelos 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Portugal.....	51
Tabela 3.5 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra de Portugal.....	52
Tabela 3.6 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Espanha.....	56
Tabela 3.7 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra de Espanha.....	57
Tabela 3.8 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra da Península Ibérica.....	61
Tabela 3.9 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra da Península Ibérica.....	62

Lista de acrónimos, abreviaturas e siglas

AudCom	<i>Audit Committee</i>
BInd	<i>Board Independence</i>
BSize	<i>Board Size</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários
CNMV	<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i>
CS	<i>Capital Structure</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CSR	<i>Corporate Social Responsibility</i>
CSRCom	<i>Corporate Social Responsibility Committee</i>
DJSI	<i>Dow Jones sustainability index</i>
ECI	<i>Environmental Condition Indicators</i>
EUA	Estados Unidos da América
GA	Gastos Ambientais
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
GS	Gastos Sociais
IFAC	<i>International Federation of Accountants</i>
ISO	<i>International Organization for Standardization</i>
MPI	<i>Management Performance Indicator</i>
OPI	<i>Operational Performance Indicators</i>
PIB	Produto Interno Bruto
ROA	<i>Return on Assets</i>
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibérico
SAD	Sociedade Anónima Desportiva
SE	Sustentabilidade Empresarial
SGrow	<i>Sales Growth</i>
Tang	<i>Tangibility</i>
TBL	<i>Triple Botton Line</i>

INTRODUÇÃO

A sustentabilidade empresarial (SE) é o conjunto de ações e políticas que as empresas desenvolvem com o intuito de evoluir economicamente, respeitando o meio ambiente e o progresso da sociedade (Engert & Baumgartner, 2016).

O debate envolto na área da Sustentabilidade Empresarial é relativamente recente, uma vez que a primeira menção relacionada com o tema ocorreu no século XIX, e o conceito que visa igualar as três dimensões da sustentabilidade no contexto empresarial (economia, ambiente e sociedade) emergiu apenas no final do século XX (Elkington, 1998; Hussain, Rigoni, & Orij, 2018).

O constante desafio na determinação de estratégias de empresas que visam ser sustentáveis, passa por criar valor económico, mas também mitigar os diferentes problemas ambientais e sociais que originam nas suas atividades diárias. Neste sentido, as três dimensões da sustentabilidade devem ser incluídas na visão das empresas, refletindo o compromisso das organizações na área sustentável (Bonn & Fisher, 2011).

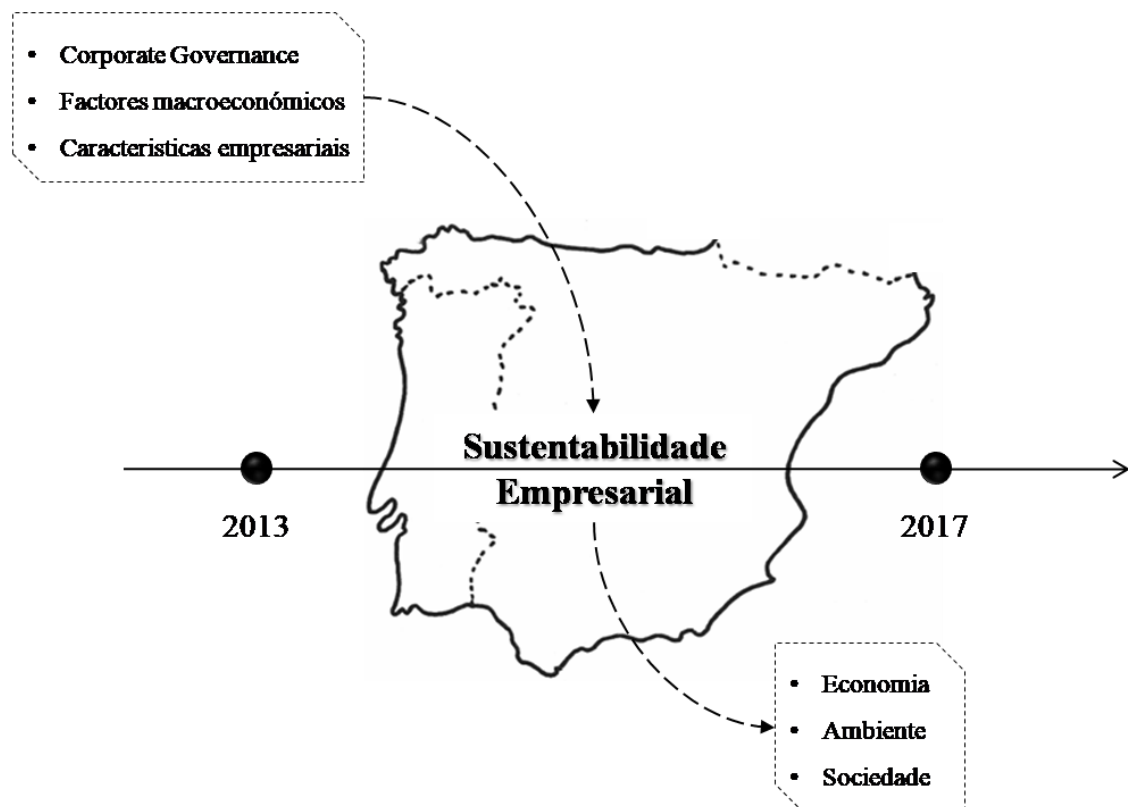
Apesar do envolvimento da gestão no constante desenvolvimento da sustentabilidade e desta ser reconhecida como um fator muito importante, no ambiente externo e interno às empresas, muitas vezes a implementação de estratégias de sustentabilidade ainda são escassas (Baumgartner & Rauter, 2017). Assim, torna-se pertinente realizar investigações nesta área, porque apesar dos estudos já desenvolvidos, continua a suscitar muitas dúvidas e interesse por parte das empresas, investigadores e sociedade.

De acordo com a literatura, determinantes capazes de condicionar as empresas no desenvolvimento da sustentabilidade podem ser internos ou externos às organizações. (Artiach, Lee, Nelson, & Walker, 2010; De Andres, Azofra, & Lopez, 2005; Hussain et al., 2018; Kocmanová, Hrebicek, & Docekalová, 2011; Morse, 2018; Rettab, Brik, & Mellahi, 2009; Ricart, Rodriguez, & Sánchez, 2005; Shrivastava & Addas, 2014; Tektüfekçi & Kutay, 2016; Walls, Berrone, & Phan, 2012). Portanto, e como forma de colmatar a carência de estudos com foco nas três dimensões da sustentabilidade, e determinantes externos e internos às empresas, o presente estudo procura compreender de que forma é que o crescimento da economia (fator externo), e as características de *corporate governance* (CG) e específicas das empresas (fatores internos) determinam o desenvolvimento da sustentabilidade, no que concerne às suas dimensões económica, ambiental e social.

Neste sentido, a sustentabilidade empresarial será calculada através de quatro índices de desempenho. Para a dimensão económica serão utilizados dois índices de desempenho: a ROA (Rendibilidade Operacional dos Ativos), que visa avaliar o ambiente económico interno à empresa, e o QTobin, considerado um indicador de mercado. A dimensão ambiental é avaliada através do cálculo dos gastos ambientais praticados pelas organizações, bem como a dimensão social, que tem como indicador o total de gastos sociais.

A metodologia utilizada é a metodologia de dados em painel. É através desta que procuramos perceber quais os determinantes capazes de influenciar o desenvolvimento a sustentabilidade empresarial.

Por esse ângulo, o presente estudo visa analisar o desenvolvimento da sustentabilidade, estudando as três dimensões da sustentabilidade em simultâneo, e compreender quais os determinantes associados ao desenvolvimento da sustentabilidade empresarial, em empresas cotadas em Portugal e Espanha, no período compreendido entre 2013 e 2017.



A presente dissertação está organizada em três capítulos principais. O Capítulo 1 apresenta uma revisão da literatura, onde é enaltecida a evolução da sustentabilidade empresarial, e os normativos e legislação inerentes ao tema. No mesmo capítulo, são mencionados os três grupos de determinantes em estudo, com foco para as teorias e abordagens subjacentes. No segundo capítulo, apresenta-se a metodologia associado ao estudo, realçando o horizonte temporal, amostra, variáveis, bem como, o modelo empírico e o seu método de estimação. O Capítulo 3 apresenta os resultados obtidos no modelo de estimação, e compreende a discussão dos mesmos. Por último, surge a conclusão da dissertação, complementada pela enumeração de algumas limitações do presente estudo, bem como, futuras linhas de investigação. Os restantes capítulos referem-se à bibliografia e anexos.

1 CAPÍTULO 1 – REVISÃO DA LITERATURA

1.1 Evolução da sustentabilidade empresarial

1.1.1 Conceito de sustentabilidade empresarial

O primeiro marco histórico que enaltece a importância de consciencializar a sociedade, a nível global, para o contexto ambiental e social foi a emissão do Relatório *Brundtland – Our Common Future*, em 1987. Este relatório resultou da conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, realizada em Estocolmo, no ano de 1972. Esta conferência despoletou a reflexão quanto à Responsabilidade Social e Corporativa ou *Corporate Social Responsibility* (CSR), fomentando o crescimento desta como uma prioridade na gestão (Hussain et al., 2018).

Abordar o tema envolto à CSR é análogo a tratar o desenvolvimento sustentável ou sustentabilidade empresarial, uma vez que, e de acordo com Montiel (2008), a sustentabilidade corporativa é uma derivação do conceito de desenvolvimento sustentável, que por sua vez, representa um paralelismo com a CSR. Também Shrivastava & Addas (2014) concordam que o desenvolvimento sustentável está diretamente relacionado com a CSR e sustentabilidade corporativa.

De acordo com o Relatório *Brundtland – Our Common Future*, o desenvolvimento sustentável define-se de acordo com a seguinte expressão: “*development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*” (WCED, 1987, p. 24).

Posteriormente, e no contexto empresarial, um episódio importante que potenciou a inclusão da dimensão social e ambiental como fator de sucesso para as organizações, foi o emergir do atual conceito, *Triple Bottom Line* (TBL), introduzido por Elkington (Elkington, 1998). Este conceito compreende três dimensões: económica, ambiental e social, e apresenta como objetivo a implementação e operacionalização do desenvolvimento sustentável no contexto empresarial (Elkington, 1998; Engert & Baumgartner, 2016; Hussain et al., 2018).

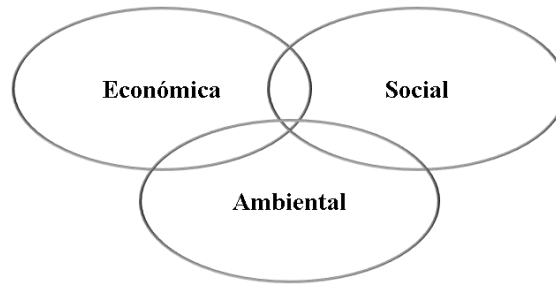


Figura 1.1 - Dimensões da Sustentabilidade Empresarial

Segundo a *International Federation of Accountants* (IFAC) as três dimensões da sustentabilidade podem ser definidas de acordo com as seguintes expressões:

- Económica – trata de forma ampla o impacto das organizações sobre a economia, não reconhecendo como fundamental apenas o desempenho financeiro das empresas. Enaltece que o lucro, crescimento, e criação de empregos é igualmente fundamental na compensação e benefícios para as famílias, bem como na geração de impostos para os governos;
- Ambiental – reconhece a importância do impacto ambiental das operações realizadas nas organizações, bem como o consumo de recursos naturais derivados da conceção de produtos e realização de serviços;
- Social – retrata o impacto que as organizações têm sobre as pessoas e as suas questões, nomeadamente, ao nível da saúde, habilidades e motivações, relacionamentos humanos e conduta ética nos negócios (IFAC, 2018).

Claro & Claro (2014) alertam para o facto da SE não apresentar uma definição única, frisando que o determinante, é o equilíbrio entre a proteção ambiental e o desenvolvimento social e económico. Para tal, e de acordo com o mesmo autor, é sempre necessário incitar na sociedade a responsabilidade e o comprometimento no processo de mudança.

Nos primórdios do mundo empresarial as preocupações da gestão incidiam apenas sobre a performance económica das empresas. No entanto, e como consequência da modificação dos riscos das empresas, desenvolvimento dos mercados, procura de crescimento a longo prazo, aumento de vantagens competitivas, e solicitações e pressões sociais para o envolvimento das empresas no âmbito ambiental e social, os gestores começaram a procurar alcançar a sustentabilidade empresarial.

Inicialmente, a SE era utilizada como forma de proteger a riqueza dos acionistas ou *shareholders*, no entanto, atualmente, o seu foco é a continuidade das empresas de forma sustentável. Assim, são reconhecidas como empresas sustentáveis aquelas que são capazes de criar valor para todas as partes interessadas, *stakeholders*, e se encontram preparadas para alavancar as três dimensões da SE, através da gestão com, e para as partes interessadas (Claro & Claro, 2014).

Atualmente, a SE é encarada como uma dimensão cultural do mundo empresarial, e fator significativo na continuidade das empresas, através do desenvolvimento de estratégias coesas e estáveis¹ (Lloret, 2016; López, Garcia, & Rodriguez, 2007). Neste sentido, Bonn & Fisher (2011) aludindo a Benn & Dunphy (2004) referem que na contemporaneidade uma organização é sustentável se, para além de se centrar no desempenho económico, apoia a viabilidade ecológica do planeta e espécies, contribui para práticas equitativas e democráticas, e coopera em prol da justiça social.

Assim, a SE pode ser entendida como uma abordagem estratégica, sendo o seu foco não só a eficiência e eficácia, mas também a produtividade da empresa e criação de valor no longo prazo, na medida em que acompanha as três dimensões (Kocmanová et al., 2011; Perrini & Tencati, 2006). Adicionalmente, outros autores defendem que uma estratégia proactiva nível sustentável assenta no uso eficiente de recursos, aumento de vantagens competitivas, redução de desperdícios, promoção da reputação social, melhores preferências e capacidade de gerar inovação (Banerjee, 2001; Bhupendra & Sangle, 2015; Christmann, 2000).

Mahmood, Kouser, Ali, Ahmad, & Salman (2018) referindo Christofi, Christofi, & Sisaye (2012) realçam que o conceito de SE surge das preocupações relativamente à responsabilidade social e corporativa, regulamentação ambiental, desenvolvimento sustentável e teoria dos *stakeholders* (Mahmood et al., 2018).

¹Um estudo realizado com base em questões realizadas a diversos CEO's (*Chief Executive Officer's*), em todo o mundo, revela que estes acreditam que as questões da sustentabilidade são importantes para o futuro das empresas. Este facto é enaltecido pelo facto de, em 2010, 96% dos CEO's inquiridos acreditarem que as questões de sustentabilidade deveriam ser parte integrante da estratégia e funcionamento das empresas, porque promove o sucesso das empresas no futuro (Lacy, Cooper, Hayward, & Neuberger, 2010).

Adicionalmente, Baumgartner & Rauter (2017) realçam que os impactos económicos, ambientais e sociais que resultam do desempenho sustentável das empresas tem efeitos na sociedade, no entanto, esses efeitos dependem sempre da perceção das partes interessadas externas e das condições socioeconómicas e culturais existentes. Assim, a relação entre o desempenho das empresas e os seus impactos é entendida pela cadeia de impacto da sustentabilidade, conforme representado pela Figura 1.2.

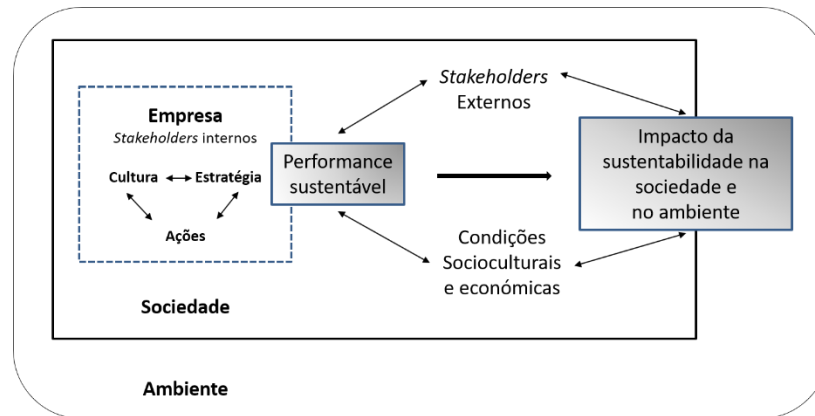


Figura 1.2 – Cadeia de impacto da sustentabilidade

Fonte: Baumgartner & Rauter (2017)

Apesar da importância enaltecida por diversos autores, Engert & Baumgartner (2016) referindo-se a Bonn & Fisher (2011) salientam que a SE ainda é um fator escasso na estratégia corporativa. No entanto, é notório o seu efeito positivo no desempenho dos negócios, na criação de vantagem competitiva, bem como na reputação e satisfação dos clientes (Cheng & Courtenay, 2006; Saeidi, Sofian, Saeidi, Saeidi, & Saeidi, 2015).

Portanto, e apesar de se reconhecer a importância da CSR e o desenvolvimento sustentável, a divulgação destes aspetos ainda são de carácter voluntário para a maioria das empresas no mundo. Neste sentido, a IFAC (2018) refere que os desafios mais críticos nesta área passam por incluir nos sistemas de normalização e prestação de contas a área sustentável, e garantir de forma abrangente que há progresso, e que as organizações adotam os três níveis de sustentabilidade. Para tal, têm sido desenvolvidos diversos normativos e guias de apoio à elaboração e publicação de relatórios de sustentabilidade que serão abordados no ponto seguinte.

1.1.2 A emergência do reporte

Kocmanová et al. (2011) e Aras & Crowther (2008) acreditam que a sustentabilidade deve estar no centro das estratégias corporativas das empresas, uma vez que, estimula a empresa para o sucesso a longo prazo. Deste modo, torna-se claro que fatores relacionados com a SE deveriam ser parte integrante do relato voluntário das empresas, já que, potenciam uma avaliação mais precisa das ameaças e riscos, pressionando para a apreensão de oportunidades e para um desenvolvimento sustentável ativo (Kocmanová et al., 2011).

Assim, e de forma a desafiar as empresas a divulgarem o seu desempenho sustentável, foram desenvolvidos diversos relatórios e normas que visam apoiar a comunicação das melhorias a nível económico, ambiental e social, bem como a elaboração de relatórios de sustentabilidade.

Neste sentido, em 1996, a *International Organization for Standardization* (ISO), publicou a norma ISO 14001 – *Environmental Management Systems*, que foi posteriormente revista, originando várias publicações. A última versão desta norma foi divulgada no ano de 2015 (ISO, 2015).

A última versão da ISO 14001 apresenta como objetivo “proporcionar às Organizações um enquadramento para proteger o ambiente e responder às alterações das condições ambientais, em equilíbrio com as necessidades socioeconómicas” (APCER, 2016, p. 38). A mesma também enaltece os benefícios a longo prazo numa perspetiva estratégica, e na adoção da abordagem sistemática à gestão ambiental. Assim, são objetivos específicos da norma, através do desenvolvimento sustentável:

- “a proteção do ambiente;
- a mitigação de riscos para a organização;
- o cumprimento das obrigações de conformidade;
- a melhoria do desempenho ambiental;
- a perspetiva de ciclo de vida;
- a obtenção de benefícios financeiros e operacionais;
- a comunicação da informação ambiental” (APCER, 2016, p. 38).

Por último, é importante referir que a ISO 14001 pode ser aplicada a qualquer tipo de organização que pretende alcançar um desempenho ambiental distinto, e com o objetivo de obter certificação por parte de uma entidade externa e competente. A norma visa o acompanhamento, e auxílio na implementação de Sistemas de Gestão Ambiental (SGA), uma vez que segue a metodologia da melhoria contínua, denominada *Plan-Do-Check-Act*² (PDCA).

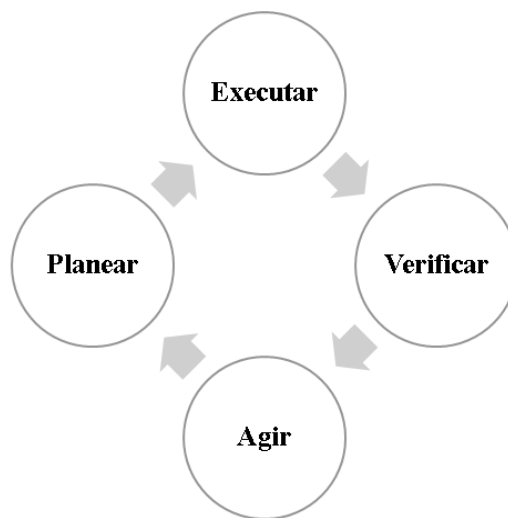


Figura 1.3 - Ciclo PDCA

Fonte: Adaptado de APCER (2016)

São várias as organizações que procuram a certificação, como prova da sua preocupação relativamente ao ambiente. Neste sentido, e segundo González-Benito & González-Benito (2005), no ano de 2005, foram concedidos 36 000 certificados ISO, a diferentes organizações em 112 países. Este certificado visa aferir que as organizações se encontram determinadas em gerir os seus impactos ambientais.

Apesar dos efeitos benéficos da norma no mundo empresarial, esta apresenta lacunas, principalmente no que concerne à apresentação de funcionalidades que permitam mensurar se o sistema adotado pelas organizações está realmente a funcionar, e se há redução de impactos ambientais (Bansal, 2002).

²*Plan-Do-Check-Act* que em português significa Planejar-Executar-Verificar-Agir

Posteriormente, em 1997, a *Social Accountability International* (SAI), publicou a SA 8000. Esta norma internacional foca-se na Responsabilidade Social e visa apoiar a avaliação das condições existentes no local de trabalho. Para além disto, a norma é parte integrante das convenções da Organização Internacional do Trabalho, da Declaração Universal dos Direitos Humanos das Nações Unidas e da Convenção sobre os direitos da Criança (Docekalová, Kocmanová, Simberová, & Kolečák, 2018).

De acordo com a SA 8000, esta divide os seus requisitos em nove elementos:

- Trabalho Infantil;
- Trabalho Forçado ou Obrigatório;
- Saúde e Segurança;
- Liberdade de Associação e Direito à Negociação Coletiva;
- Discriminação;
- Práticas Disciplinares;
- Horário de Trabalho;
- Remuneração.

O interesse no desenvolvimento sustentável continuou a elevar-se, e foi necessário criar um modelo que oferecesse referência na divulgação das três dimensões, acompanhado assim o aparecimento do conceito TBL (Christofi et al., 2012).

Neste sentido, a *Global Reporting Initiative* (GRI), elaborou um modelo de relatório cujo pressuposto incide na igualdade de importância das três dimensões para o desenvolvimento sustentável (GRI, 2006). O primeiro plano do modelo foi apresentado no ano de 1999, tendo sido lançado em 2000. Posteriormente, e após várias revisões, foi publicado no ano de 2002, um novo modelo, denominado de *Sustainability Reporting Guidelines G3*.

O G3 para além de apresentar o conteúdo que deve constar nos relatórios de sustentabilidade das empresas, também indica uma série de 96 indicadores de desempenho empresarial, divididos por aspetos, e que representam as três dimensões da sustentabilidade.

Atualmente o modelo vigente é o G4 - Diretrizes para Relato de Sustentabilidade, que brotou no ano de 2013. Este último modelo, relativamente ao anterior, apresenta como principal diferença o facto de ter o conceito de materialidade como fator principal para a sua implementação. A materialidade é fulcral porque torna os relatórios elaborados pelas empresas mais relevantes, confiáveis e compreensíveis, favorecendo assim a relação entre a organização e os *stakeholders* (GRI, 2015).

A apresentação de um dos primeiros modelos da GRI em Portugal, ocorreu no ano de 2004, momento a partir do qual foi favorecida a divulgação da informação a nível ambiental e social (Dias, 2009). Por outro lado, em Espanha, a exibição da GRI ocorreu em 2000, e desde então até 2010 foi considerado o país com mais publicações ao nível de relatórios de sustentabilidade, num estudo realizado pela GRI (Campos et al., 2013).

As diretrizes de divulgação para os relatórios de sustentabilidade da GRI, visam o auxílio na divulgação, através da publicação de normas e princípios de relato, bem como, um manual de implementação para a preparação de relatórios de sustentabilidade para as organizações, independentemente do seu tamanho, sector ou localização. Estas diretrizes procuram alcançar a referência internacional, e como tal, são desenvolvidas de forma contínua por diferentes organizações internacionais e com base em documentos internacionalmente reconhecidos (Fadhilla & Hapsoro, 2017; Kocmanová et al., 2011).

O Sistema de Relatórios de Sustentabilidade permite que uma empresa verifique e relate o desempenho sustentável global anual, sendo o seu principal objetivo fomentar uma visão verdadeira e justa da situação do negócio, a fim de fortalecer, melhorar e governar, de forma sustentável as relações com os *stakeholders* (GRI, 2002).

A última versão das diretrizes para relato de sustentabilidade, G4, apresenta diversos princípios que devem ser parte integrante do conteúdo dos relatórios das empresas:

- a inclusão dos *stakeholders* potenciando divulgação porte da organização das ações que desenvolveu para atender às necessidades e expectativas dos mesmos;
- o contexto de sustentabilidade, que deve ser desenvolvido de forma ampla para abarcar todas as ações e o desempenho da sustentabilidade;
- a materialidade, que contempla a inclusão de aspetos importantes nos relatórios: reflexão relativamente aos impactos das três dimensões de sustentabilidade

significativos da organização; e inclusão de aspetos que podem influenciar as avaliações e decisões de *stakeholders*.

- a completude, que trata a cobertura dos aspetos materiais e respetivos limites que devem ser tratados de forma ampla para refletir os impactos das três dimensões e permitir que os *stakeholders* avaliem o desempenho da organização (GRI, 2015).

De acordo com o exposto anteriormente, e como forma de colmatar a carência de metodologias de mensuração da ISO 14001, a entidade decidiu publicar a ISO 14031 - *Environmental Performance Evaluation*. Esta foi publicada a primeira vez no ano de 1999 (Morhardt, Baird, & Freeman, 2002). Posteriormente, foi revista e publicada uma nova versão em 2005. No entanto, a versão mais recente é datada de 2013. Esta norma é então considerada uma subcategoria da ISO 14001, e trata a avaliação do desempenho ambiental das organizações (Henri & Journeault, 2008).

De acordo com a ISO 14031, publicada em 2013, “*várias organizações procuram formas de entender, demonstrar e melhorar o desempenho ambiental. Tudo isto pode ser obtido através da gestão efetiva dos elementos das atividades, produtos e serviços que podem afetar significativamente o meio ambiente*” (ISO, 2013, p. v). Assim, esta norma estabelece um processo denominado: Avaliação de Desempenho Ambiental (ADA)³, que permite às organizações medir, avaliar e comunicar o seu desempenho ambiental usando indicadores-chave⁴, com base em informações fiáveis e verificáveis (ISO, 2013). A informação fornecida por esta norma e produzida pelos indicadores ADA permite ajudar as organizações na melhoria do seu desempenho ambiental, nomeadamente através da identificação de aspetos ambientais, salientando os significativos, constituição de objetivos e metas de desempenho ambiental, identificação de oportunidades e tendências de gestão de aspetos ambientais, avaliação de conformidades ou riscos de não conformidades legais e pré requisitos estabelecidos pelas organizações, e por último, reporte e comunicação do desempenho ambiental interna e externamente (ISO, 2013)

Para além disso, e com o objetivo de mensurar a dimensão ambiental da sustentabilidade, esta norma propõe a utilização de três categorias de EPI's (*Environmental Performance Indicators*) (Henri & Journeault, 2008):

³ Na norma a sigla existente é EPE, que significa *Environmental Performance Evaluation*.

⁴ Na norma a denominação existente é KPI's que significa *Key Performance Indicators*.

- ECIs – *Environmental Condition Indicators*;
- OPIs – *Operational Performance Indicators*;
- MPIs – *Management Performance Indicators*.

A mesma instituição publicou, no ano de 2010, a ISO 26000 – *Guidance for Social Responsibility*, que trata a responsabilidade social. A publicação desta norma surgiu de uma parceria entre a *International Organization for Standardization* e a *TMB Working Group on Social Responsibility* (Deus, Seles, & Vieira, 2014). Esta norma pode também ser denominada de ISO SR uma vez que, o seu *core* é o tratamento da responsabilidade social. Tal como as normas referidas anteriormente, esta norma, procura delinear diretrizes que auxiliem as empresas de diferentes tamanhos, origens e localidades na implementação e desenvolvimento de políticas baseadas na sustentabilidade.

A norma apresenta sete princípios, que acredita serem a base para o desenvolvimento sustentável:

- Responsabilidade;
- Transparência;
- Comportamento ético;
- Consideração pelos *stakeholders*;
- Legalidade;
- Normas Internacionais;
- Direitos Humanos (ISO, 2010).

Para além dos normativos publicados pela ISO e GRI, também a União Europeia (EU) através do Parlamento Europeu e do Conselho procedeu a publicações que auxiliam o tema da SE.

A 22 de Outubro de 2014 foi divulgada a Diretiva 2014/95/UE que altera a Diretiva 2013/34/UE “no que se refere à divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de certas grandes empresas e grupos” (Directiva 2014/95/UE, 2014, p. 1). Esta diretiva foi transposta por cada Estado-Membro até ao prazo de 6 de Dezembro de 2016, sendo cada estado responsável pela sua

transposição para o seu direito nacional, e pela divulgação de informação não financeira a partir do exercício de 2017 e seguintes, quando se tratam de grandes empresas.

A Diretiva 2014/95/UE altera a diretiva mencionada, nos aspetos relativos à divulgação de informação não financeira, ficando assim, exigidas de divulgação de informações não financeiras as grandes empresas. Segundo a mesma Diretiva e o seu artigo primeiro entendem-se como grandes empresas aquelas “que sejam entidades de interesse público e que, à data de encerramento do respetivo balanço, excedam o critério do número médio de 500 empregados durante o exercício financeiro”(Diretiva 2014/95/UE, 2014, p. 3).

Assim, e de acordo com o artigo primeiro do referido diploma, as consideradas grandes empresas:

“Devem incluir no seu relatório de gestão uma demonstração não financeira que contenha informações bastantes para uma compreensão da evolução, do desempenho, da posição e do impacto das suas atividades, referentes, no mínimo, às questões ambientais, sociais e relativas aos trabalhadores, ao respeito dos direitos humanos, ao combate à corrupção e às tentativas de suborno, incluindo:

- a) Uma breve descrição do modelo empresarial da empresa;
- b) Uma descrição das políticas seguidas pela empresa em relação a essas questões, incluindo os processos de diligência devida aplicados;
- c) Os resultados dessas políticas;
- d) Os principais riscos associados a essas questões, ligados às atividades da empresa, incluindo, se relevante e proporcionado, as suas relações empresariais, os seus produtos ou serviços suscetíveis de ter impactos negativos nesses domínios, e a forma como esses riscos são geridos pela empresa;
- e) Indicadores-chave de desempenho relevante para a sua atividade específica” (Diretiva 2014/95/UE, 2014, pp. 4–5).

Adicionalmente, e quando se trate de uma empresa-mãe de um grupo consolidado de empresas, a primeira encontra-se obrigada a apresentar no seu relatório consolidado uma

demonstração financeira consolidada que apresente informações suficientes relativas ao contexto ambiental e social do grupo (Diretiva 2014/95/UE, 2014).

O diploma que transpõe para a ordem jurídica nacional a diretiva europeia de 2014, altera o Código das Sociedades Comerciais (CSC), nos artigos 65.º, 451.º, 528.º e todos os novos, artigos 66.º-B, 508.º-G e 546.º, e altera o artigo 245.º-A do Código de Valores Mobiliários (CVM) (Decreto-Lei n.º 89/2017, de 28 de julho, 2017). Também Espanha procedeu à transposição para o seu direito nacional, alterando o seu *Código de Comercio*, no que se refere ao artigo 49.º pela adição dos n.ºs 5, 6 e 7. Adicionalmente, a transposição também originou a alteração da *Ley de Sociedades de Capital*, aprovado pelo Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julho, alterando assim o artigo 262.º, n.º5 e incluindo o n.º6. Por último, também provocou alterações na Lei 22/2015, de 20 de julho, de *Auditoría de Cuentas*, no que concerne ao artigo 35.º (Real Decreto-ley 18/2017 de 25 de Novembro de 2017).

De acordo com o comunicado do Conselho de Ministros de 22 de Junho de 2017, “a divulgação destas informações contribui para a análise do desempenho das empresas e do seu impacto na sociedade, para a identificação dos riscos de sustentabilidade das mesmas e para o esforço da confiança dos investidores e dos consumidores” (República Portuguesa, 2017).

1.2 Determinantes da sustentabilidade empresarial e hipóteses de investigação

1.2.1 Características macroeconómicas

O aumento da preocupação em relação à responsabilidade social, e o consequente desenvolvimento da sustentabilidade promove benefícios bidirecionais entre as empresas que aplicam políticas de sustentabilidade e os *stakeholders* (Harrison & Berman, 2016). Entende-se como *stakeholders* todos os grupos de interesse que de forma direta ou indireta, influenciam a gestão das organizações.

A GRI (2006) enaltece que os relatórios das empresas devem incluir tendências macroeconómicas, uma vez que podem afetar a organização e influenciar as prioridades relativamente à SE. Assim, e admitindo que a envolvente externa à empresa pode ter influência no desenvolvimento da sustentabilidade, carece de investigação a relação entre os aspetos macroeconómicos e a performance da sustentabilidade empresarial.

1.2.1.1 Relação entre o Produto Interno Bruto e a Sustentabilidade Empresarial

O Produto Interno Bruto (PIB) é um indicador macroeconómico que visa mensurar a atividade económica do país, e representa a soma de todos os bens e serviços produzidos nesse país. Este resulta da capacidade diária de atividades quotidianas de todos os intervenientes de uma dada economia, tais como, cidadãos, empresas, entidades pública e privadas (Mucharreira & Antunes, 2015; Terjesen, Couto, & Francisco, 2016). Um PIB de valor positivo demonstra que o país apresenta uma economia em crescimento, e que a riqueza do país está com tendência a aumentar. Uma economia caracterizada por um crescimento económico estável promove um aumento constante da procura, permitindo às empresas calcularem as suas provisões de vendas e rentabilidade com menos incerteza e risco (Mucharreira & Antunes, 2015). A diminuição de incertezas e conhecimento da economia a longo prazo, permite às empresas estruturarem-se a longo prazo e ponderar a implementação e desenvolvimento de estratégias com base na SE.

É escassa a literatura, que aborda o estudo da influência da macroeconomia nos três aspetos do TBL. No entanto, Harrison & Berman (2016) realizaram investigações nesta área demonstrando que, em períodos de declínio económicos as empresas têm tendência a negligenciar algumas áreas da SE. No entanto, em períodos de progresso podem

aumentar as atividades nesta área, reduzindo este esforço quando a economia está mais estável.

Como forma de explicar a influência do PIB nas empresas, diversos autores realizaram estudos com esse fundamento. Vieira, Neves, & Dias (2019) no trabalho desenvolvido procuraram compreender, se o PIB, enquanto variável explicativa que afeta o crescimento económico, influencia a performance das empresas a nível económico. O trabalho possuía como objeto de estudo empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, e concluiu que existe uma relação positiva entre o PIB e o QTobin. Por outro lado, (Terjesen et al., 2016) constataram que há uma relação inversa entre o PIB e a dimensão económica, utilizando os indicadores QTobin e ROA, e ao analisarem 3876 empresas de 47 países diferentes. Relativamente à dimensão ambiental Morse (2018) ao observar 180 países, obteve um sinal positivo quando relaciona o PIB e a qualidade ambiental, através de *Environmental Performance Indicators*. Por outro lado, Tektüfekçi & Kutay (2016) que analisaram 14 países do mundo, e Harrison & Berman (2016) que observaram 837 empresas, obtiveram sinal negativo. O último trabalho mencionado também analisou a relação entre o PIB e a dimensão social, mais concretamente a relação entre os períodos económicos e o desenvolvimento de estratégias focadas nos empregados. Os resultados mostram que variações positivas no PIB influenciam negativamente a preocupação das empresas relativamente aos seus empregados.

Face aos diferentes resultados da literatura, propomos a primeira hipótese (sem sinal definido):

H₁: Existe uma relação significativa entre o PIB e a sustentabilidade empresarial.

1.2.2 Características de *Corporate Governance*

De acordo com a revisão literária realizada, a estrutura de governação das sociedades é um fator determinante no desenvolvimento sustentável das empresas. Praticamente todos os trabalhos desenvolvidos na área de CG apoiam o facto de que o compromisso em aumentar a responsabilidade e a transparência nas atividades de uma empresa, para além das económicas e financeiras, cresceu entre as principais empresas e é um aspeto deveras relevante na gestão corporativa.

A definição de CG remonta aos séculos XX e XXI, e a sua evolução tem sido contínua ao longo dos tempos. Atualmente, o CG não possui uma definição singular, pelo facto de abarcar fenómenos distintos. No entanto, sabe-se que está relacionado com a forma como as empresas são geridas ou governadas, possuindo como principal objetivo a criação de riqueza e valor para todos os grupos de interesse na organização (Cadbury, 2000; Fadhilla & Hapsoro, 2017).

Diversos autores realçam que o CG é um fator-chave das relações entre a gestão, a administração e acionistas, uma vez que, é o processo através do qual as empresas respondem aos direitos e solicitações de todos os *stakeholders*. Esta resposta permite às empresas alcançar a eficiência económica e maior crescimento, aumentando a confiança dos investidores (Demb & Neinbauer, 1992).

Conforme referido, a relação entre ao *Corporate Governance* e a sustentabilidade empresarial na literatura é vasta, podendo ser consultados inúmeros trabalhos que o definem e caracterizam nas suas várias dimensões. Neste sentido, todas as informações aludidas posteriormente devem ser tidas em consideração quando se relaciona o CG e a SE, porque podem ser a base para explicar a relação existente (Hussain et al., 2018).

1.2.2.1 Teorias, Modelos e Sistemas de Corporate Governance

Teorias de Corporate Governance

Hussain et al. (2018), referindo-se a Freeman (1984) e Jensen & Meckling (1976) expõe que existem duas teorias distintas como forma de abordar o CG, a teoria da agência (*Agency Theory*) e a teoria das partes interessadas (*Stakeholders Theory*).

A primeira analisa a relação entre os financiadores das empresas (acionistas ou principais) e os gestores (agentes), e tem como objetivo primordial garantir o máximo retorno para os investidores (Halme & Huse, 1997; Tricker, 2009). Por outro lado, a segunda teoria encontra-se na ótica das partes interessadas, e é encarada como uma teoria da sociedade (Tricker, 2009). Esta centra-se na rede de relações formais e informais, estabelecendo como o controlo é praticado dentro das empresas, e como os riscos e benefícios são repartidos entre as várias partes interessadas. Apresenta como principal objetivo assegurar os interesses de um vasto grupo de participantes, em vez de proteger somente os interesses dos acionistas.

Adicionalmente, Sá, Neves, & Góis (2017), mencionando Chen & Roberts (2010) referem que as duas teorias em observação sugerem que a presença de diretores não executivos e independentes pode ser considerada uma importante característica de CG, porque para além de mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas, também promove os interesses dos *stakeholders*.

Hussain et al. (2018), também enaltece que as duas teorias referidas são a base para se poder relacionar o CG e a sustentabilidade, já que ambas se completam, sendo que uma trata a relação entre acionistas e gestores e a outra protege todos os grupos de interesse na organização.

Para além disto, e de acordo com diversos autores as teorias da agência e partes interessadas podem servir de base à explicação da influência das características de CG no desenvolvimento sustentável das empresas. Neste sentido, Kalsie & Shrivastav (2016) declaram que a teoria da agência acredita que o tamanho do conselho de administração influencia positivamente a performance das empresas, porque existe um maior número de elementos focados na gestão. Adicionalmente, e segundo Michelon & Parbonetti (2012) a teoria dos *stakeholders* potencia mecanismos de governação benéficos, e consequentemente, iniciativas de sustentabilidade que se alinham e promovem metas de longo prazo entre a gestão e as partes interessadas. Por último, o número de diretores independentes também pode ser relacionado com a teoria dos *stakeholders* porque são estes que garantem uma maior transparência da organização, e protegem os benefícios de todas as partes interessadas (Mahmood et al., 2018).

Sistemas de Corporate Governance

Atualmente são conhecidos dois sistemas principais de CG: o sistema anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo (*market-oriented-system*), e muitas vezes considerado um sistema de controlo pelo mercado (*market-oriented-system*). É um sistema típico de países anglo-saxónicos e baseado no conceito de capitalismo de mercado. Por outro lado, o segundo sistema de CG denomina-se de sistema continental, ou sistema de controlo interno (*insider system*), e é um sistema baseado nas relações (*relation-oriented-system*). Este último modelo é comum na Alemanha e nos países latinos (Fernandes, 2014).

O sistema anglo-saxónico pressupõe a delegação das responsabilidades da gestão e a dispersão do capital, uma vez que aceita a influência reduzida dos acionistas relativamente à gestão. É também conhecido como um modelo *One Tier* com um único órgão principal, o Conselho de Administração, que apresenta como característica principal o facto de ser constituído por administradores independentes e não executivos, não apresentando um conselho de supervisão separado (Blair, 1995; Fernandes, 2008; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999).

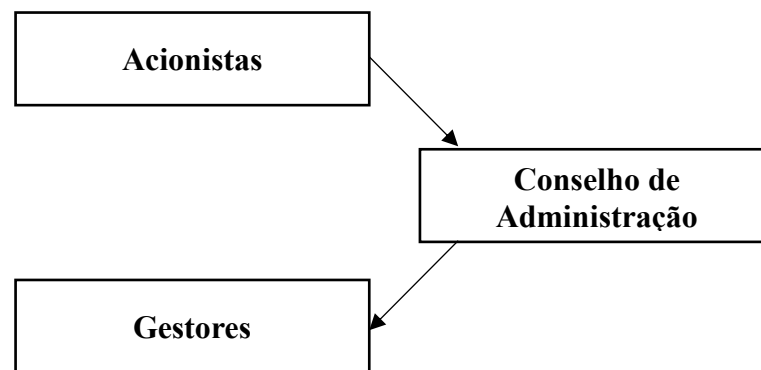


Figura 1.4 – Estrutura do Sistema Anglo-saxónico

Fonte: Batista (2009)

Por outro lado, o Sistema Continental apesar de considerar os acionistas como fator central, não se preocupa apenas com os interesses destes. Embora considerados elementos importantes, e com o papel mais ativo na estratégia e tomada de decisão, os acionistas são apenas uma parte dos envolvidos na gestão de uma empresa.

Ao contrário do sistema anterior, este é considerado um sistema *Double Tier* porque possui dois órgãos principais: o Conselho de Administração e o Conselho Geral (Conselho de Supervisão) (Batista, 2009).

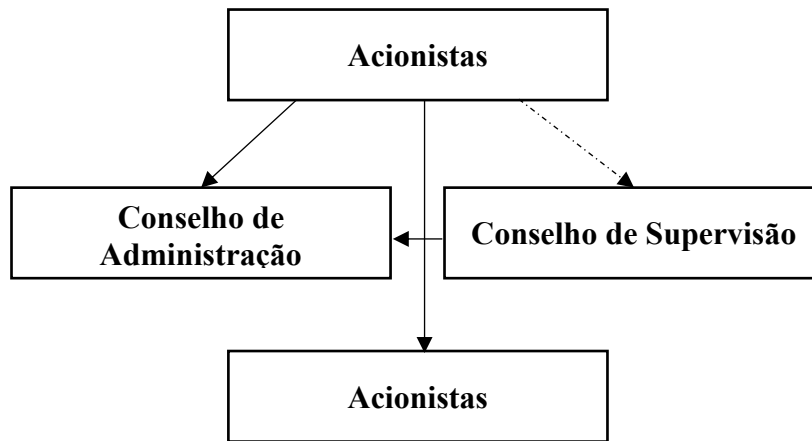


Figura 1.5 – Estrutura do Sistema Continental

Fonte: Batista (2009)

Modelos de Corporate Governance

Também se encontra diretamente relacionado com o CG a existência de três modelos de governação: Modelo Latino/Monista, Anglo-saxónico e Dualista.

O modelo de governação Latino ou Monista compreende um conselho de administração e um conselho fiscal, e pode ser também designado por Modelo Clássico. Este modelo pressupõe que o conselho de administração das empresas é constituído pelo *Chief Executive Officer* (CEO), administradores executivos e não executivos. Este sistema sugere que os administradores não executivos devem preencher a lacuna existente entre os acionistas desinformados e os administradores executivos informados, de forma a proteger os interesses dos acionistas nas principais decisões da empresa (Alves, 2011).

Adicionalmente, pode ser exigido de acordo com a lei a existência neste modelo, de um Revisor Oficial de Contas (ROC), que não seja membro do conselho fiscal.

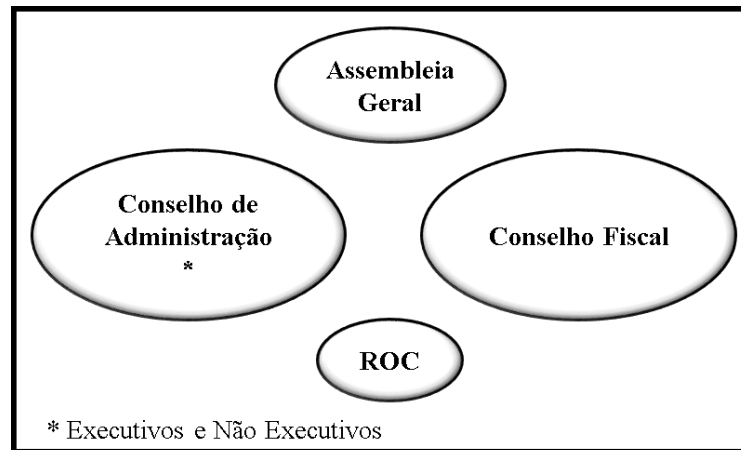


Figura 1.6 - Modelo Latino/Monista

Fonte: Adaptado de Batista (2009)

O modelo de governação Anglo-saxónico apresenta na sua composição um conselho de administração, que compreende uma comissão de auditoria e um ROC.

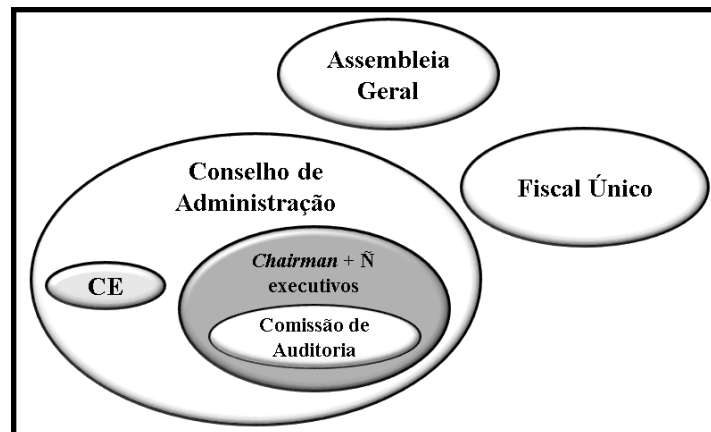


Figura 1.7 - Modelo Anglo-Saxónico

Fonte: Adaptado de Batista (2009)

Por sua vez, o modelo Dualista ou Germânico, de administração e fiscalização das sociedades, apresenta na sua composição um conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão, e ROC. No caso da presente dissertação, e uma vez que se tratam de empresas cotadas, pode também ser exigido por lei, a existência no conselho geral e de supervisão, de uma comissão para matérias financeiras (CMF).

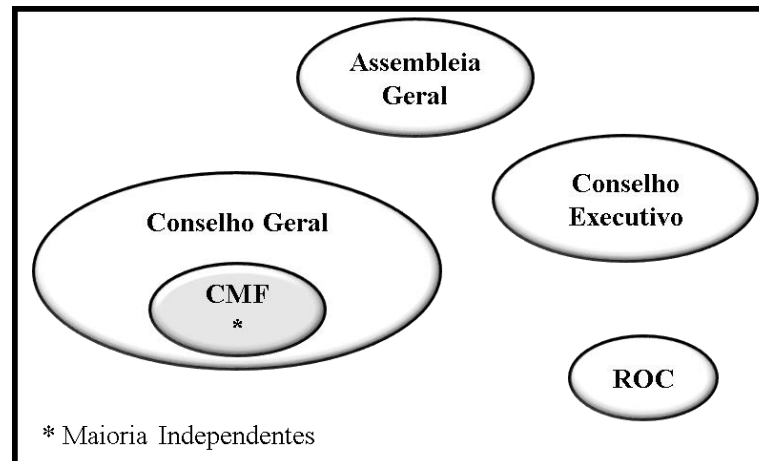


Figura 1.8 - Modelo Dualista

Fonte: Adaptado de Batista, (2009)

Por último, e para que coexista um bom modelo de CG, Crowther & Seifi (2011) acreditam que na prática devem existir quatros princípios fundamentais de governação:

- “Transparência - o modelo de *Corporate Governance* deve ser claro para todos os colaboradores da empresa bem como os procedimentos que ocorrem nela;
- Prestação de contas - as estruturas de informação financeira e não financeira devem ser claras para todos;
- Responsabilidade - há um responsável pela estrutura da empresa e por todas as ações nela desenvolvida;
- Justiça - os sistemas devem funcionar de forma imparcial e sem prejuízo fundamentais para que coexista um bom modelo de CG”(Matias, 2016, p. 11).

Relativamente aos modelos adotados pelas empresas dos dois países em estudo, sabe-se que Espanha não apresenta um modelo de CG obrigatório, pressupondo assim que cada organização opta pela estrutura de governação que lhe seja mais eficiente e eficaz. No entanto, o modelo Monista é o mais frequente (Kocmanová et al., 2011). Igualmente, Portugal também não sujeita as empresas a adoptar um modelo de CG específico, no

entanto, o modelo mais comum nas empresas presentes na *Euronext Lisbon* é o modelo Latino ou Monista (Tierno, 2014).

Por último, é de realçar que apesar de ser vasta a literatura que relaciona os diferentes mecanismos de CG e a *performance* das empresas ao nível da SE e responsabilidade social, persiste a pertinência de avaliação desta relação na Península Ibérica, tendo por base a ideologia de diversos autores que afirmam que apesar de complementar, existe um elo de ligação entre o governo das sociedades e a responsabilidade social (Harjoto & Jo, 2011; Jamali, Safieddine, & Rabbath, 2008; Sacconi, 2004).

1.2.2.2 Relação entre o tamanho do conselho de administração e a Sustentabilidade Empresarial

O conselho de administração das empresas é considerado um importante mecanismo de controlo interno, uma vez que, é responsável por instituir mecanismos próprios e adequados para monitorizar e controlar a atividade da empresa, bem como, potenciar a transparência da organização através da divulgação de informações (Dias, Rodrigues, & Craig, 2017).

Portanto, considera-se que é variável passível de influenciar o desenvolvimento sustentável das empresas, o tamanho do conselho de administração (*Board Size*), apesar da literatura não apresentar resultados análogos para as três dimensões de sustentabilidade. Kalsie & Shrivastav (2016) que analisaram 164 empresas do *Bombay Stock Exchange* (BSE), Badu & Appiah (2017) que observaram 137 empresas da Nigéria do Gana, e Setia-Atmaja (2018) que estudou empresas da Austrália, atestam que o tamanho do conselho de administração afeta positivamente a dimensão económica. Os dois primeiros estudos tinham como apoio a teoria da agência e abordaram o rácio de mercado, QTobin, e económico, ROA, obtendo resultados estatisticamente significativos e positivos para ambos. Por sua vez, o último estudo mencionado apenas abordou o QTobin. Por outro lado, De Andres et al. (2005) ao analisarem 450 grandes empresas não financeiras e não seguradoras de 10 países desenvolvidos (Bélgica, Canada, França, Alemanha, Holanda, Itália, Espanha, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos da América (EUA), obtiveram sinais significativos e negativos na relação entre o tamanho do conselho de administração e a *performance eco*

nómica, utilizando o QTobin como variável de performance. Também Terjesen et al. (2016) para a variável de CG relativa ao tamanho do conselho de administração, quando utilizou o QTobin e ROA como medidas de performance, obteve sinal negativo.

Relativamente à dimensão ambiental, Walls et al. (2012) ao observarem 500 indústrias presentes na *Standard & Poor's* (S&P) e tendo por base EPI's, e Arena, Bozzolan, & Michelon (2015) que estudaram empresas dos EUA, evidenciam que o aumento do tamanho do conselho de administração incute um desenvolvimento dos EPI's e um aumento da preocupação das empresas na dimensão ambiental.

Por último, a dimensão social foi estudada por Mallin & Michelon (2011) que tendo como amostra 176 empresas do *Business Ethics 100 Best Corporate Citizens* concluíram que o aumento do conselho de administração potencia o desenvolvimento da dimensão dos direitos humanos. Adicionalmente, Zhuang, Chang, & Lee (2018) procuraram encontrar uma relação entre esta característica de CG e a performance das empresas a nível social, analisando empresas públicas da China, obtendo sinal positivo quando relaciona a variável com o desenvolvimento de políticas de responsabilidade social. Em Portugal, Dias et al. (2017) concluíram que o tamanho do conselho de administração influencia o nível de relato da sustentabilidade empresarial.

Dado o destaque na literatura, e a diversidade de resultados dos autores, propõe-se a seguinte hipótese:

H₂: Existe uma relação significativa entre o tamanho do conselho de administração e a sustentabilidade empresarial.

1.2.2.3 Relação entre a independência do conselho de administração e a Sustentabilidade Empresarial

De acordo com Cadbury (2000) os gestores independentes devem ser externos à organização, na medida em que são isentos e objetivos na execução dos seus deveres, não tendo qualquer relação que interfira materialmente no seu julgamento e exercício de funções. Assim, é claro que a presença de diretores independentes pode ter influência na performance da sustentabilidade, e são parte constituinte do presente estudo.

Relativamente à dimensão económica, Terjesen et al. (2016) concluíram que a proporção de diretores independentes tem tendência a prejudicar a dimensão económica (estudo realizado com as variáveis explicativas, QTobin e ROA).

Por outro lado, a dimensão ambiental e a sua evolução é influenciada positivamente pela proporção de diretores independentes presentes no conselho de administração (Mallin & Michelon, 2011; Walls et al., 2012).

Shrivastava & Addas (2014) usando empresas presentes na S&P's, mostram que a probabilidade de as empresas serem mais preocupadas com políticas ecológicas e em cumprir o relatório GRI, também depende da proporção de diretores independentes no conselho de administração.

Por último, e no que concerne à dimensão social, esta foi estudada por Hussain et al. (2018) que demonstrou que o efeito do peso dos diretores independentes é positivo no desenvolvimento da componente social, num estudo que tinha como amostra 100 empresas presentes na *Global Fortune*.

Assim, e uma vez que há diversidade de resultados pelos autores enunciados, propõe-se testar a seguinte hipótese:

H₃: Existe uma relação significativa entre a independência do conselho de administração e a sustentabilidade empresarial.

1.2.2.4 Relação entre a comissão de auditoria e a Sustentabilidade Empresarial

Recentemente ocorreu um desenvolvimento do CG no sentido de introduzir, e formalizar a existência de comissões nas organizações que visam potenciar o desenvolvimento da mesma. Apesar da introdução de comissões direcionadas para a auditoria e controlo das empresas ser frequente, ainda carece de estudo a grandeza da influência da existência destas comissões nas empresas, mais concretamente na SE.

Antes de realçar os estudos já realizados nesta área torna-se de elevada importância explicar o ofício da comissão de auditoria (*Audit Committee*). A comissão de auditoria desempenha diversas funções importantes na direção das empresas, realçando-se o facto

de ser esta que reporta e afirma perante os *shareholders* que a informação fornecida pelos diretores das empresas é verdadeira e justa (Tricker, 2009).

Esta comissão é um órgão composto por uma parte dos membros do conselho de administração, sendo estes membros administradores não executivos, uma vez que, têm o acesso às funções executivas vedado. Para além disso, e de acordo com a legislação portuguesa, no Código das Sociedades Comerciais, para empresas cotadas os membros da comissão de auditoria devem ser, na sua maioria, independentes, conforme o artigo 423.º-B, n.º5. Por último, e de acordo com o exposto, no ponto que trata os modelos de CG, é possível compreender, que a presença deste tipo de comissões é mais comum no modelo Anglo-saxónico, já que este pressupõe a presença desta, enquanto os restantes não obrigam a tal. Em Espanha, a presença destas comissões é fulcral, tanto que, como teremos oportunidade de verificar mais adiante, todas as empresas alvo de estudo apresentam na sua estrutura organizacional comissão de auditoria.

Apesar da importância desta comissão, ainda existem lacunas no estudo da mesma. Ben Barka & Legendre (2017) evidenciaram uma relação positiva entre a presença da comissão de auditoria e a ROA, num estudo que tinha como amostra empresas indexadas na *Société des Bourses Françaises 250 Index* (SBF 250). Quanto à dimensão ambiental, Chariri, Januarti, & Yuyetta (2017) demonstraram que há uma relação positiva entre a performance ambiental e a subsistência de comissão de auditoria. O estudo incidiu em 136 empresas presentes na *Indonesia Stock Exchanges* e comprovou que o número de reuniões e a existência de uma comissão de auditoria independente potencia o desenvolvimento da componente ambiental nas empresas.

Apesar da falta de literatura para as três dimensões de SE, considera-se importante manter o estudo de todas, e analisar a seguinte hipótese:

H₄: Existe uma relação positiva entre a presença da comissão de auditoria e a sustentabilidade empresarial.

1.2.2.5 Relação entre a comissão de responsabilidade social e corporativa e a Sustentabilidade Empresarial

O tema central do presente estudo empírico é a sustentabilidade empresarial e como tal é essencial compreender se a presença de comissões com foco na responsabilidade social e corporativa influenciam o desenvolvimento da SE.

De acordo com diversos autores a existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa significa, na maioria das vezes, que o conselho de administração está focado no desenvolvimento sustentável da empresa, e que este compromisso é verdadeiro e exequível (Hussain et al., 2018; Ricart et al., 2005). Também, Spitzack (2009) enaltece que as empresas que possuem estas comissões na sua estrutura ultrapassam as demais empresas ao nível da SE.

Estudos tendo por base a presença destas comissões e a SE, nas suas três dimensões são bastantes escassos. No entanto, Hussain et al. (2018) procuraram estudar se a presença de uma comissão de sustentabilidade potencia o desenvolvimento das três dimensões do TBL. O autor concluiu que a presença desta comissão beneficia as empresas nas suas dimensões, ambiental e social, no entanto, para a dimensão económica não obteve resultados estatisticamente significativos.

Apesar da inexistência de evidências empíricas para as três dimensões da SE, estruturou-se a seguinte hipótese:

H₅: Existe uma relação positiva entre a presença da comissão de responsabilidade social e corporativa e a sustentabilidade empresarial.

1.2.3 Características específicas das empresas

No universo empresarial, apenas uma parte das empresas investe em projetos de sustentabilidade, e as que investem podem não atuar nas três dimensões da sustentabilidade (Artiach et al., 2010).

É espectável que empresas com níveis elevados de sustentabilidade sejam empresas maiores, com maiores níveis de crescimento e lucro, mas também com menores graus de alavancagem e com *cash flow's* à sua disposição avultados. Mais, também há referência

que empresas com um maior grau de investimento na sustentabilidade são normalmente grandes empresas e com enorme pressão por parte dos *stakeholders* (Artiach et al., 2010; Rettab et al., 2009). Para além disto, é de realçar que o desenvolvimento de benefícios a nível sustentável também podem aumentar a moral dos funcionários, melhorar a relação com as instituições bancárias, investidores e governo, potenciando também o acesso mais facilitado a capital (Artiach et al., 2010).

Assim, e no que respeita às características específicas das empresas é importante realçar que é fator específico da empresa, e com possibilidade de afetar o investimento na sustentabilidade, o tamanho da empresa, uma vez que o total de ativos das empresas está diretamente relacionado com a visibilidade das mesmas no mercado, existindo uma maior pressão por parte dos *stakeholders* para investir na sustentabilidade (Branco & Rodrigues, 2008). Adicionalmente, também é compreensível que a estrutura de capitais da empresa (*Capital Structure*) e as variações nas vendas (*Sales Growth*) afetem a performance das empresas ao nível da sustentabilidade, uma vez que são variáveis que afetam o desempenho económico das empresas e a disponibilidade de fundos para aplicação na SE. A idade (*Age*) e tangibilidade (*Tangibility*) das empresas também serão variáveis incluídas no presente estudo.

1.2.3.1 Relação entre o tamanho da empresa e a Sustentabilidade Empresarial

É ampla a literatura que relaciona o tamanho da empresa com as três dimensões da sustentabilidade empresarial, no entanto as perspetivas são controversas. Artiach et al. (2010) ao analisarem empresas do *Dow Jones Sustainability Index* (DJSI), Pervan & Višić (2012) que observaram empresas do sector industrial da Croácia, Pouraghajan & Malekian (2012) que observou 400 empresas cotadas na *Tehran Stock Exchange* (TSE) e Basit & Hassan (2017) que estudaram empresas cotadas na *Karachi Stock Exchange* (KSE), alcançaram resultados significativos e positivos, quando relacionaram esta característica específica das empresas e a ROA. Similarmente, mas com um estudo que relaciona o tamanho da empresa com a ROA e QTobin, Zeitun & Saleh (2015) e Zeitun & Tian (2007), obtêm resultados estatisticamente significativos e positivos. O primeiro estudo incide em empresas cotadas de 6 países (Qatar, Kuwait, Emirados Árabes Unidos, Arábia Saudita, Omã e Bahrain), e o segundo incide em 167 empresas da Jordânia, mais

concretamente empresas cotadas na *Amman Stock Exchange* (ASE). Em oposição, Campbell & Mínguez-Vera (2008) obtiveram resultados estatisticamente significativos e negativos ao relacionar o total de ativos com o QTobin, num estudo que incidia em empresas não financeiras e cotadas na *Madrid Stock Exchange*. No que concerne à dimensão ambiental, Arena et al. (2015) e Walls et al. (2012) destacam que a relação com o tamanho da empresa é estatisticamente positivo. Por último, a dimensão social, apresenta uma relação negativa, enaltecida por Hussain et al. (2018), que conclui o seu estudo afirmando que empresas com mais ativos são empresas com uma preocupação a nível social inferior.

De modo a aferir o impacto do tamanho da empresa na SE, e dada a evidência de uma relação tanto positiva como negativa com a SE, propõem-se a seguinte hipótese:

H₆: Existe uma relação significativa entre o tamanho da empresa e a sustentabilidade empresarial.

1.2.3.2 Relação entre a estrutura de capitais e a Sustentabilidade Empresarial

A variável que relaciona a dívida e o Capital Próprio (CP), denomina-se de estrutura de capital e é de elevada importância para o presente estudo, porque o custo do capital e o seu valor pode influenciar a tomada de decisão e a gestão da sustentabilidade das empresas.

Iqbal & Usman (2018) que tinham como amostra empresas têxteis do Paquistão, alcançaram uma relação positiva entre a estrutura de capital e a ROA. Por outro lado, Ahmad & Roslan (2012) que observaram empresas do sector industrial da Malásia, e Basit & Hassan (2017), constatarem uma relação negativa entre a estrutura de capital e a dimensão económica das empresas, quando utilizada a ROA.

No que se refere à dimensão ambiental, Kumar & Shetty (2018) que analisaram empresas da Índia, demonstram que há uma relação negativa entre a estrutura de capitais da empresa e a dimensão ambiental, quando a variável explicativa em análise é a implementação de *Environmental Management Systems* (EMS).

Por último, Hussain et al. (2018) quando comparou a dimensão social com o rácio que trata a estrutura de capital, obteve resultados estatisticamente significativos e negativos, corroborando a ideia que um maior endividamento na estrutura de capitais deteriora o investimento na dimensão social das empresas.

Devido à diversidade de resultados obtidos pelos autores, a hipótese proposta não apresenta sinal definido:

H₇: Existe uma relação significativa entre a estrutura de capital e a sustentabilidade empresarial.

1.2.3.3 Relação entre o crescimento das vendas e a Sustentabilidade Empresarial

A variação das vendas relativamente ao ano anterior (*Sales Growth*) pode ser uma variável com validade para explicar o investimento das empresas na SE, uma vez que, variações positivas aumentam a disponibilidade de fundos que podem ser aplicados na SE. Neste sentido, Davydov, Nikkinen, & Vähämaa (2014), que observaram 353 empresas da Rússia, demonstram que as vendas influenciam positivamente a dimensão económica das empresas, obtendo resultados significativos quando utilizada a variável QTobin. Por outro lado, Hussain et al. (2018) procurou relacionar a variação das vendas com as três dimensões da sustentabilidade, não conseguindo para a dimensão económica e ambiental resultados significativos, no entanto, é de ressaltar que o seu sinal de partida era positivo para as três dimensões da SE. Para a dimensão social, o autor obteve resultados significativos, demonstrando que à medida que o volume das vendas aumenta, a performance social diminui. No entanto, o autor assumia um sinal esperado positivo e refere ao longo do seu trabalho que empresas mais lucrativas têm um melhor desempenho a nível social, em detrimento das consideradas grandes empresas, que não se preocupam tanto com questões sociais.

De acordo com o exposto, apresenta-se a seguinte hipótese a testar:

H₈: Existe uma relação significativa entre o crescimento das vendas e a sustentabilidade empresarial.

1.2.3.4 Relação entre a idade e a Sustentabilidade Empresarial

A influência da maturidade das empresas na performance sustentável é avaliada neste trabalho, para perceber se a prossecução no mercado e o avanço da idade das empresas potencia o desenvolvimento da SE.

De acordo com Ben Barka & Legendre (2017) e Pouraghajan & Malekian (2012), a idade tem impactos positivos na performance económica das empresas, especificamente na ROA. Por outro lado, Dawar (2014), apurou que a idade influencia negativamente a ROA, num estudo que tinham como amostra empresas da Índia. Relativamente à dimensão ambiental, Kumar & Shetty (2018) demonstraram que a média da idade das empresas está negativamente associada ao desenvolvimento e implementação de EMS. Adicionalmente, Waluyo (2017) que analisa empresas cotadas na *Indonesia Stock Exchange* realça nos seus resultados que a maturidade das empresas influencia positivamente a responsabilidade social das mesmas.

No que concerne à dimensão social da sustentabilidade, a bibliografia é escassa ou inexistente, no entanto, poderá ser importante procurar relacionar a idade das empresas com os seus níveis de sustentabilidade, nas três dimensões.

Uma vez que a literatura sugere resultados com sinais distintos, a hipótese formulada não apresenta sinal definido:

H₉: Existe uma relação significativa entre a idade da empresa e a sustentabilidade empresarial.

1.2.3.5 Relação entre a Tangibilidade e a Sustentabilidade Empresarial

A tangibilidade é dada pela relação entre os ativos fixos tangíveis e o total de ativos das empresas, e representa a estrutura de ativos presente nas organizações. Esta estrutura tem um carácter significativo interno e externo às empresas, já que são os ativos são que, normalmente, pela sua facilidade monitorização, são utilizados como forma de garantia para com os credores (Alipour, Mohammadi, & Derakhshan, 2015; Alves, 2011; Dawar, 2014; Kumar, Colombage, & Rao, 2017; Setiadharmas & Machali, 2017). Para além disso, e segundo a teoria dos custos de agência, empresas com mais ativos fixos, são empresas

que têm forma de garantir a dívida, e por isso, os conflitos de agência são mitigados (Dawar, 2014).

Dawar (2014) e Pouraghajan & Malekian (2012) demonstraram que a tangibilidade tem efeitos positivos e significativos na ROA. Por outro lado, autores como Bhattarai (2016), Zeitun & Saleh (2015) e Zeitun & Tian (2007) demonstram que a tangibilidade dos ativos está negativamente relacionada com a performance económica. O estudo realizado por Bhattarai (2016) recaía sobre empresas cotadas na *Nepal Stock Exchange* (NSE), e apresentava como variável dependente a ROA. Por sua vez, o estudo realizado por Zeitun & Saleh (2015) e Zeitun & Tian (2007) estudavam a relação entre a tangibilidade e os dois indicadores económicos, ROA e QTobin, no entanto, o primeiro estudo apenas conseguiu resultados estatisticamente significativos para a ROA. Dando robustez, Setiadharmha & Machali (2017) ao analisarem empresas cotadas na *Indonesia Stock Exchange* verificaram que a tangibilidade afeta negativamente o valor da empresa.

De acordo com o exposto, e apesar das lacunas na literatura na relação entre a tangibilidade e a três dimensões da SE, considera-se pertinente estudar esta analogia:

H₁₀: Existe uma relação significativa entre a tangibilidade e a sustentabilidade empresarial.

2 CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

O presente capítulo dedica-se à análise empírica dos determinantes de sustentabilidade empresarial, nomeadamente fatores macroeconómicos, características de *Corporate Governance*, assim como determinantes específicos das empresas, os seus fundamentais. A análise assenta em empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange*.

2.1 Horizonte temporal e amostra estatística

O estudo incide no período compreendido entre 2013 e 2017. Inicia-se a análise no ano de 2013 porque se acredita que o facto de a GRI ter publicado as suas últimas diretrizes de divulgação de relatórios de sustentabilidade neste mesmo ano, despoletou uma maior reflexão relativamente à SE.

A lista das empresas foi formulada no mês de novembro de 2018, pelo que qualquer empresa que pertença às referidas bolsas nos meses anteriores, ou posteriores não serão consideradas.

Da população inicialmente ponderada, estão consideradas apenas na amostra final do estudo empresas que, cumulativamente, cumpram com os seguintes critérios:

- i. Ser não financeira;
- ii. Não ser uma Sociedade Anónima Desportiva (SAD);
- iii. Não ter qualquer componente de serviço financeiro na sua atividade;
- iv. Possuir informação de CG para todos os anos em estudo (2013-2017).
- v. Possuir dados completos de pelo menos quatro anos consecutivos, uma vez que é condição necessária para a estimação da correlação de segunda ordem (Arellano & Bond, 1991).

De acordo com o exposto anteriormente, é importante realçar as principais diferenças entre as empresas presentes no estudo e as restantes, de forma a justificar as exclusões realizadas. Neste sentido, e conforme exposto por Furfeine (2001) as assimetrias de informação afetam todos os sectores, no entanto há diversas evidências que demonstram que o sector financeiro apresenta assimetrias maiores relativamente aos outros sectores. Mais, estas empresas possuem uma estrutura e aspetos financeiros diferentes das não financeiras, nomeadamente, o nível de oportunidades, legislação, estrutura de CG, e eficácia de governação (Adams & Mehran, 2003; Levine, 2004). Para além disso, os

bancos também são consideradas entidades mais regulamentadas, e com maior interferência da parte governamental, motivos pelos quais diversos autores acreditam este sector deve ser estudado separado dos restantes (Levine, 2004). Os motivos mencionados anteriormente foram tidos em conta, e as empresas financeiras são excluídas da amostra inicial.

Também são sociedades excluídas do presente estudo, as Sociedades Anónimas Desportivas, uma vez que são consideradas pouco relevantes devido à sua especificidade, e o sector no qual estão inseridas apresentar características específicas que fomentam a criação de abordagens e mecanismos de CG diferentes dos aplicados nas empresas ditas convencionais (Farquhar, Machold, & Ahmed, 2005).

Assim, e após as exclusões acima justificadas, a amostra em estudo é constituída por 99 empresas, das quais 32 são portuguesas e 67 são espanholas. Posto isto, as tabelas 2.1 e 2.2. compreendem as empresas em análise.

Tabela 2.1 – Resumo das empresas presentes no estudo e cotadas na *Euronext Lisbon*

Empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	
Altri, SGPS, SA	Luz Saúde, SA
Cofina, SGPS, SA	Martifer SGPS, SA
Compta-Equipamentos e Serviços de Informática, SA	Mota-Engil, SGPS, SA
Corticeira Amorim, SGPS, SA	NOS, SGPS
EDP – Energias de Portugal, SGPS, SA	Novabase – SGPS, SA
EDP Renováveis, SA	Reditus – SGPS, SA
Estoril Sol – SGPS, SA	REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA
Galp Energia, SGPS, S.A.	Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA
Glintt, S.A.	Sonae – SGPS, SA
Grupo Média Capital, SA	Sonae Capital, SGPS, SA
Ibersol – SGPS, SA	Sonae Indústria, SGPS, SA
Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	SONAECOM – SGPS, SA
Impresa – SGPS, SA	Teixeira Duarte, SA
Inapa- Investimentos, Participações e Gestão, SA	The Navigator Company, SA
Jerónimo Martins – SGPS, SA	Toyota Caetano Portugal, SA
Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, SA	VAA – Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA

Tabela 2.2 – Resumo das Empresas presentes no estudo e cotadas na *Madrid Stock Exchange*

Empresas cotadas na Bolsa de Madrid	
Acciona, SA	Laboratorio Reig Jofre, SA
Acerinox, SA	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, SA
Acs, Actividades de construcción y Servicios SA	Lingotes Especiales, SA
Adolfo Dominguez, SA	LIWE Española, SA
Adveo Group International, SA	Mapfre, SA
Amadeus, it Group, SA	Miquel y Costas & Miquel, SA
Atresmedia Corporación de Medios de Comunicación, SA	Montebalito, SA
Ayco Grupo Inmobiliario SA	Natra, SA
Azkoyen SA	Naturgy Energy Group, SA
Baron de Ley, SA	Nicolas Correa SA
Bodegas Riojanas, SA	Nueva Expresion Textil, SA
Borges Agricultural & Industrial Nuts, SA	Nyesa Valores Corporacion, SA
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, SA	Obrascon Huarte Lain, SA
CIE Automotive, SA	Papeles y Cartones de Europa, SA
Clinica Baviera, SA	Pescanova, SA
Corporación Empresarial de Materiales de Construcción, SA	Pharma Mar, SA
Deoleo, SA	Prim, SA
Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclajes, SA	Prosegur Compañía de Seguridad, SA
DIA – Distribuidora Internacional de Alimentación, SA	Quabit Inmobiliaria, SA
Ebro Foods, SA	Realia Business, SA
Elecnor SA	Red Electrica Corporacion, SA
Enagas, SA	Repsol, SA
Ence energia y celulosa, SA	Sacyr, SA
Endesa, SA	Siemens Gamesa Renewable Energy, SA
Ercros SA	Sniace, SA
Española de Viviendas en Alquiler, SA	Telefonica, SA
Faes Farma, SA	TR Hotel Jardin del Mar, SA
Fluidra, SA	Tubacex, SA
Fomento de Construcciones y Contratas, SA	Tubos Reunidos, SA
Grupo Catalana Occidente, SA	Urbar Ingenieros, SA
Iberdrola, SA	Vidrala, SA
Inditex – Industria de Diseño Textil, SA	Viscofan, SA
Inmobiliaria Colonial Socimi, SA	Zardoya Otis, SA
Inmobiliaria del Sur, SA	

Relativamente aos dados económicos, ambientais e sociais das empresas, bem como, características específicas das empresas estes foram obtidos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibérico). Já as características macroeconómicas dos dois países alvos de estudo foram obtidas da *Eurostat*⁵. Por último, e como formas de obter os dados de CG das empresas examinaram-se os relatórios de CG, obtidos dos *websites* das empresas, bem como a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) para empresas portuguesas e *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) para as empresas espanholas.

Após a recolha dos dados relativos a cada variável, estes foram compilados num painel de dados e analisados através do *software* Stata 14.

⁵ Fundada em 1953, a *Eurostat*, é organização estatística da Comissão Europeia, que produz dados estatísticos para a União Europeia, harmonizando assim os vários métodos estatísticos entre os vários estados membros.

2.2 Variáveis a incluir no modelo

2.2.1 Variáveis dependentes

Para estudar a sustentabilidade empresarial serão utilizadas quatro medidas: ROA (rácio de natureza contabilística) e QTobin (rácio de mercado) para a dimensão económica, uma vez que não existe consenso relativamente às medidas que melhor explicam o desempenho das empresas a nível económico (Vieira et al., 2019); total de gastos ambientais (GA) para a dimensão ambiental; e total de gastos sociais (GS) para a variável social.

Tabela 2.3 – Descrição das variáveis dependentes

Denominação das variáveis	Definição/Proxy	Autores
Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)	$\frac{EBIT}{Total\ do\ Ativo}$	Badu & Appiah (2017) Kalsie & Shrivastav (2016) (Vieira et al., 2018)
<i>QTobin</i>	$\frac{Valor\ de\ Mercado\ dos\ Capitais\ Próprios + Dívida}{Total\ do\ Activo\ Líquido}$	Lindenberg & Ross (1981) Badu & Appiah (2017)
Gastos Ambientais (GA)	Valor (em euros) que as empresas despenderam em gastos associados à eletricidade, água e combustíveis.	
Gastos Sociais (GS)	Valor (em euros) gastos com os colaboradores. Este indicador inclui gastos de funcionários ainda em funções, benefícios a colaboradores, benefícios pós emprego, pensões, gastos de ação social, entre outros.	

A ROA é um indicador de rendibilidade que enaltece a capacidade de eficiência operacional da empresa. Neste sentido, quanto maior o valor de ROA, melhor o desempenho da empresa no uso dos seus ativos (Mucharreira & Antunes, 2015). Por sua vez, o QTobin é um rácio que visa compreender a relação entre o valor de mercado do ativo das empresas e o custo de reposição dos mesmos. Lindenberg & Ross (1981) expõem que este rácio quando se apresenta superior a um, significa que as empresas se sentem motivadas e com condições para investir. A dimensão ambiental é estudada através do total de gastos a nível ambiental, que inclui gastos associados à eletricidade, água e combustíveis. Este indicador visa enaltecer a quantia despendida em fluídos

associados à atividade produtiva das empresas em estudo. Por último, o indicador social utilizado será o total de gastos sociais, que inclui gastos com funcionários em funções, benefícios a colaboradores, benefícios pós empregos, pensões e gastos de ação social. Este indicador ostenta o nível de preocupação das empresas em beneficiar os colaboradores em funções e em situação de reforma.

2.2.2 Variáveis independentes

Conforme exposto no capítulo anterior são inúmeras as variáveis explicativas que complementam o nosso estudo, e que integram o modelo de estimação. A tabela 2.4 expõe as variáveis explicativas presentes no estudo.

Tabela 2.4 – Descrição das variáveis Independentes

Denominação das variáveis (PT)	Denominação das variáveis (ING)	Definição/Proxy	Autores
Características macroeconómicas			
Produto Interno Bruto	<i>Gross Domestic Product (GDP)</i>	Taxa de crescimento real do PIB	Mucharreira & Antunes (2015) Terjesen et al. (2016)
Características de Corporate Governance			
Tamanho do conselho de administração	<i>Board Size (BSize)</i>	Número de diretores existentes no conselho de administração	Arena et al. (2015) Kalsie & Shrivastav (2016) Setia-Atmaja (2018) Terjesen et al. (2016) Zhuang et al. (2018)
Independência do conselho de administração	<i>Board Independence (BInd)</i>	Relação entre o número de diretores independentes e o número total de diretores	Ben Barka & Legendre (2017) Hussain et al. (2018) Mallin & Michelon, (2011) Terjesen et al. (2016)
Comissão de Auditoria	<i>Audit Committee (AudCom)</i>	Variável <i>dummy</i> que representa a existência (1) ou não (0) de uma comissão responsável pela auditoria	Chariri et al. (2017)
Comissão de responsabilidade social e corporativa	<i>CSR Committee (CSRCom)</i>	Variável <i>dummy</i> que representa a existência (1) ou não (0) de uma comissão responsável pela responsabilidade social e corporativa	Hussain et al. (2018)
Características específicas das empresas			
Tamanho da empresa	<i>Size</i>	$\ln(\text{Ativo Total})$	Arena et al. (2015) Artiach et al. (2010) Walls et al. (2012)
Estrutura de Capital	<i>Capital Structure (CS)</i>	$\frac{\text{Dívida Total}}{\text{Capital Próprio}}$	Basit & Hassan (2017) Kumar & Shetty (2018) Hussain et al. (2018)
Crescimento das Vendas	<i>Sales Growth (SGrow)</i>	$\frac{\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1}}{\text{Vendas}_{t-1}} * 100$	Ahmad & Roslan (2012) Davydov et al. (2014) Hussain et al. (2018)
Idade	<i>Age</i>	Número dos anos de existência da empresa	Ben Barka & Legendre (2017) Santioso & Chandra (2012) Waluyo (2017)
Tangibilidade	<i>Tangibility (Tang)</i>	$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Total de Ativos}}$	Nymasege et al. (2014) Setiadharm & Machali (2017)

2.3 Modelo empírico

A metodologia usada para testar as hipóteses formuladas no capítulo anterior foi a metodologia de dados em painel, uma metodologia que trata observações repetidas numa compilação de informação temporal e de *cross section* (Arellano, 2003).

Utiliza-se esta metodologia porque se acredita que é a metodologia de *cross section* que apresenta mais vantagens relativamente a outros modelos. De realçar a capacidade de fornecer dados com maior informação disponível, mais graus de liberdade e maior eficiência. Adicionalmente, também controla dois problemas basilares dos estudos de séries temporais, enaltecidos por Arellano, (2002): a multicolinearidade, devido ao facto das variáveis independentes poderem ser altamente correlacionáveis, potenciando assim um menor grau de colinearidade entre variáveis explicativas, e controla a heterogeneidade, que é um problema que ocorre quando há permanência ao longo do tempo de características específicas das empresas (Duarte, Lamounier, & Takamatsu, 2007).

Posto isto, a fórmula genérica do modelo de estimação é:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it1} + \beta_2 X_{it2} + \dots + \varepsilon_{it}$$

onde:

$i = 1, \dots, N$, representa a dimensão *cross-section*

$t = 1, \dots, T$, representa a dimensão temporal

$N \times T$ é o número de observações

X_{it} são as variáveis explicativas referente aos indivíduos i no período do tempo t

Assim, os modelos propostos são os seguintes:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 BSize_{it} + \beta_3 BInd_{it} + \beta_4 AudCom + \beta_5 CSRCom + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 CS_{it} + \beta_8 SGrow_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} Tang_{it} \dots\dots\dots (1)$$

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 BSize_{it} + \beta_3 BInd_{it} + \beta_4 AudCom + \beta_5 CSRCom + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 CS_{it} + \beta_8 SGrow_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} Tang_{it} \dots\dots\dots (2)$$

$$GA_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 BSize_{it} + \beta_3 BInd_{it} + \beta_4 AudCom + \beta_5 CSRCom + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 CS_{it} + \beta_8 SGrow_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} Tang_{it} \dots\dots\dots (3)$$

$$GS_{it} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 BSize_{it} + \beta_3 BInd_{it} + \beta_4 AudCom + \beta_5 CSRCom + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 CS_{it} + \beta_8 SGrow_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} Tang_{it} \dots\dots\dots (4)$$

Onde ROA_{it} , $QTobin_{it}$, GA_{it} e GS_{it} , são as variáveis dependentes do estudo e representam a rentabilidade operacional do ativo (*Return on Assets*), $QTobin$, Gastos Ambientais e Gastos Sociais. Relativamente às variáveis independentes são dadas por: GDP_{it} - Gross Domestic Product; $BSize_{it}$ - *Board Size*; $BInd_{it}$ - *Board Independence*; $AudCom_{it}$ - *Audit Committee*; $CSRCom_{it}$ - *Corporate Social Responsibility Committee*; $Size_{it}$ - *Tamanho*; CS_{it} - *Capital Structure*; $SGrow_{it}$ - *Sales Growth*; Age_{it} - *idade*; $Tang_{it}$ - *Tangibility*.

2.4 Método de estimação

O método de estimação usado foi o *Generalized Method of Moments* (GMM) que avalia critérios de uma equação de regressão desenvolvida a partir do Método de Momentos (Hansen, 1982).

Este modelo apresenta como principal vantagem o facto de calcular automaticamente os erros padrão desconhecidos e inerentes à heterocedasticidade (Wooldridge, 2002). Adicionalmente, este modelo também é benéfico quando há suspeita de problemas de endogeneidade nas variáveis explicativas, como é o caso das variáveis de CG (Hermalin & Weisbach, 2003; Neves, 2018; Sá et al., 2017).

O GMM foi inicialmente proposto por Arellano & Bond (1991), que afirmam que este modelo dinâmico anula efeitos não observados, apesar da existência de variáveis omitidas, potenciando a fiabilidade dos resultados. Arellano & Bover (1995) e Blundell & Bond (1998) aprimoraram o GMM, que segundo Wintoki, Linck, & Netter (2012) poderia ter limites de utilização se aplicado a pequenas amostras. Neste sentido, desenvolveram o *GMM System*¹⁰, que utiliza variáveis instrumentais produzidas por valores desfasados da variável dependente, bem como valores desfasados de variáveis independentes que possam padecer de endogeneidade, e consequente ocorrência de erros de medida (Badu & Appiah, 2017; Bond, Hoeffler, & Temple, 2001; Wintoki et al., 2012).

Por conseguinte, adotando o *GMM System* em painel não balanceado reduzem-se as perdas de dados, contabiliza-se a endogeneidade e controla-se a heterogeneidade não observada (Badu & Appiah, 2017).

2.4.1 Testes

Como forma de validar os resultados do estudo procedeu-se à realização de três tipos de testes diferentes.

Teste de Sargan

O primeiro teste estatístico realizado foi o teste de Sargan. Este teste foi inicialmente exposto por Sargan (1958) e visava exhibir erros de simultaneidade e de medições de variáveis exógenas. Posteriormente, Hansen (1982) demonstrou que este teste pode ser aplicado a modelos GMM e em contexto de séries temporais, para que seja possível

verificar a validade dos instrumentos, através da apreensão das restrições de identificação excessiva (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998; Dahlberg, Mörk, & Tovmo, 2008).

De acordo com o exposto, a hipótese nula que visa testar a validade exógena dos instrumentos é a seguinte (Baum, Schaffer, & Stillman, 2007):

$$H_0 = \text{As restrições de sobre identificação são válidas.}$$

Assim, quanto maior for o *p-value* da estatística de Sargan melhor serão os resultados.

Teste de Wald

O segundo teste estatístico realizado foi o teste de Wald, um teste estatístico qui-quadrado (Hsiao, 1986). Este teste exhibe como hipótese nula o facto de todos os coeficientes do modelo serem significativamente diferentes de zero.

$$H_0 \neq 0$$

Se a significância do teste Wald for inferior a 5%, estamos perante um modelo que se apresenta ajustado aos dados seleccionados, e ostenta um poder explicativo alto.

Teste de Arellano-Bond

Por último, realizou-se o teste de Arellano-Bond que se trata de um método avaliador de momentos utilizado para estimar modelos de dados em painel dinâmico. Este teste de auto correlação, mede a correlação serial de primeira e segunda ordem, AR(1) e AR(2), respetivamente (Arellano & Bond, 1991).

A hipótese nula subjacente a este teste é:

H0 = Ausência de auto correlação

Adicionalmente, e segundo Neves (2018) este teste é imprescindível porque a correlação de segundo ordem é uma suposição do modelo econométrico utilizado (GMM). Assim, o painel é composto por 4 anos consecutivos, para que seja possível testar a correlação de segunda ordem (Arellano & Bond, 1991; Neves, 2018).

Em suma, caso AR(2) tenha um *p-value* superior a 5%, estamos perante um modelo consistente e que especifica corretamente as variáveis utilizadas, não apresentado problemas de heterocedasticidade ou autocorrelação (Dahlberg et al., 2008).

3 CAPÍTULO 3 – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

3.1 Estatísticas descritivas

No presente capítulo descrevem-se as estatísticas descritivas obtidas para as variáveis usadas na amostra. A tabela 3.1 representa o quadro síntese relativo a Portugal, a tabela 3.2 é referente a Espanha, e por último, a tabela 3.3 conjuga os dados da Península Ibérica.

Tabela 3.1 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Portugal

Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
GDP	152	1.642	-0.6	3	1.226
ROA	147	3.725	-10.536	33.67	5.539
QTobin	146	0.559	0.001	6.652	1.055
GA	133	11.625	5.519	14.377	1.629
GS	147	11.080	4.236	13.547	1.409
BSize	152	9.809	3	30	5.573
BInd	152	0.216	0	0.778	0.202
AudCom	152	0.408	0	1	0.493
CSRCom	152	0.217	0	1	0.414
Size	147	13.641	10.157	17.602	1.662
CS	141	3.548	0.023	50.971	6.816
SGrow	146	-1.319	-100	83.097	22.416
Age	148	35.047	8	101	20.269
Tang	147	0.676	0.185	0.992	0.195

A presente tabela contém as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes usadas no estudo, e relativas a Portugal.

De acordo com os resultados apresentados na tabela 3.1, a variável que apresenta maior dispersão em relação à média é o crescimento das vendas (SGrow), tendo um valor médio próximo de zero, no entanto negativo, devido ao facto de na maioria das empresas o valor das vendas ser inferior ao ano imediatamente anterior. Quanto à variável dependente ROA, esta apresenta uma média baixa (3.725), demonstrando que a operacionalização média dos ativos das empresas portuguesas não apresenta grande eficiência. Relativamente ao QTobin, e de acordo com o exposto anteriormente, este rácio devia apresentar-se acima de um, provando que as empresas estão motivadas na realização de

investimento, o que não se verifica. As variáveis que apresentam médias mais elevadas são o *Size* (13.641), *GA* (11.625), *GS* (11.080) e *Tang* (0.676).

Tabela 3.2 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra de Espanha

Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
GDP	310	2.023	-1.3	3.7	1.757
ROA	298	4.731	-40.255	53.01	9.263
QTobin	284	0.932	0	7.418	1.170
GA	274	11.695	5.945	16.559	2.170
GS	288	11.561	5.281	16.152	2.144
BSize	310	10.248	4	20	3.599
BInd	310	0.366	0	1	0.163
AudCom	310	1	0	1	0
CSRCCom	310	0.090	0	1	0.287
Size	298	13.960	6.943	18.633	2.438
CS	298	3.474	0.108	149.791	10.566
SGrow	290	5.802	-99.918	752.144	57.541
Age	310	55.161	8	153	30.421
Tang	288	0.604	0.006	0.968	0.183

A presente tabela contém as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes usadas no estudo, e relativas a Espanha.

Os resultados obtidos e apresentados na tabela 3.2 representam a estatística descritiva da amostra espanhola. Tal como Portugal, também neste caso, a variável que apresenta maior dispersão em relação à média é o crescimento das vendas (*SGrow*), sugerindo que há uma variabilidade elevada. A *ROA* ostenta um valor diminuído (4.731) demonstrando que a operacionalização média dos ativos é baixa. Quanto ao *QTobin*, este apresenta um valor médio abaixo de um, provando que as empresas não possuem capacidades ótimas de investimento, no entanto, o valor está bastante próximo de um (0.932). As variáveis que apresentam médias mais elevadas são o *Size* (13.960), *GA* (11.695), *GS* (11.561) e *Tang* (0.604). Por último, de acordo com a publicação da CNMV, o número de diretores deve estar compreendido entre 5 e 15 elementos (CNMV, 2006), o que acontece efetivamente com uma média de 10.248, no entanto o mínimo encontra-se abaixo de 5 (4) e o máximo acima de 15 (20). Para além disso, o mesmo código admite que o número de diretores independentes deve constituir um terço dos diretores, sendo que este facto não se verifica.

Tabela 3.3 - Estatística Descritiva das empresas que compõem a amostra da Península Ibérica

Variáveis	Observações	Média	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
GDP	481	1.868	-1.3	3.7	1.625
ROA	464	5.398	-115.384	425.396	24.553
QTobin	447	0.773	0	7.418	1.101
GA	407	11.672	5.519	16.559	2.008
GS	454	11.284	4.236	16.152	2.012
BSize	481	9.894	3	30	4.382
BInd	481	0.317	0	1	0.188
AudCom	481	0.796	0	1	0.403
CSRCom	481	0.125	0	1	0.331
Size	464	13.742	6.943	18.633	2.252
CS	458	3.112	-19.222	149.791	9.554
SGrow	455	4.880	-100	965.918	66.367
Age	476	47.372	4	153	29.409
Asset Structure	454	0.621	0.001	0.992	0.197

A presente tabela contém as estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes usadas no estudo, e relativas à Península Ibérica.

Também para esta amostra a variável que apresenta maior dispersão em relação à média é o crescimento das vendas (SGrow), demonstrando que há uma grande variabilidade de valores entre as empresas. Esta amostra apresenta variáveis com médias semelhantes às espanholas, devido ao facto de amostra espanhola ser superior à portuguesa cerca de 33%. De forma expectável, na amostra da Península Ibérica as variáveis que apresentam médias mais elevadas são o *Size* (13.742), *GA* (11.672), *GS* (11.284) e *Tang* (0.621).

3.2 Discussão de resultados dos modelos de regressão

As tabelas 3.4, 3.5, 3.6, 3.7, 3.8 e 3.9 apresentam os resultados dos modelos de regressão. As primeiras duas tabelas (3.4 e 3.5) apresentam os resultados para as três dimensões de sustentabilidade em Portugal, sendo que a primeira tabela contém dados da dimensão económica medida através da ROA e QTobin, e a segunda contém as dimensões ambiental e social. As tabelas 3.6 e 3.7 apresentam os resultados das três dimensões para Espanha, com a mesma ordem apresentada para a amostra de Portugal. E por último, as tabelas 3.8 e 3.9 apresentam os resultados das três dimensões para os dois países fronteiriços em simultâneo, constituindo assim os resultados da Península Ibérica.

Conforme descrito no capítulo anterior, de forma a testar a validade dos modelos de regressão é necessário realizar os testes descritos. Deste modo, foi imprescindível avaliar a validade dos instrumentos, verificar a presença de auto correlações e reconhecer se o modelo se encontra ajustado aos dados selecionados.

Tabela 3.4 - Resultados de Estimação dos Modelos 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Portugal

	Dimensão Económica							
	ROA				QTobin			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-10.960	70.505	-0.16	0.876	-14.790	4.603	-3.21	0.001 ***
GDP	-0.121	0.492	-0.25	0.805	0.057	0.031	1.85	0.064 *
BSize	-0.239	0.189	-1.27	0.204	0.043	0.027	1.63	0.103
BInd	-0.048	3.193	-0.01	0.988	-0.213	0.378	-0.56	0.573
AudCom	0.399	2.318	0.17	0.863	-0.187	0.315	-0.59	0.552
CSRCom	-13.996	4.752	-2.95	0.003 ***	-0.991	0.361	-2.75	0.006 ***
Size	1.076	4.859	0.22	0.825	0.974	0.313	3.11	0.002 ***
CS	0.258	0.161	1.60	0.109	-0.019	0.011	-1.70	0.090 *
SGrow	0.054	0.014	3.87	0.000 ***	0.001	0.001	1.81	0.071 *
Age	0.418	0.137	3.05	0.002 ***	0.093	0.011	8.72	0.000 ***
Tang	-15.131	6.716	-2.25	0.024 **	-1.398	0.637	-2.20	0.028 **
Sargan			8.285(8)	0.406			10.909(8)	0.207
Wald			260.30(11)	0.000			1517.59(11)	0.000
AR(1)			-1.256	0.209			1.247	0.212
AR(2)			0.200	0.841			-0.156	0.876

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 31 empresas e 112 observações. O painel correspondente à variável QTobin é constituído por 31 empresas e 111 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Tabela 3.5 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra de Portugal

	Dimensão Ambiental				Dimensão Social			
	Gastos Ambientais				Gastos Sociais			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	2.292	3.093	0.74	0.459	-2.821	0.865	-3.26	0.001 ***
GDP	0.199	0.079	2.52	0.012 **	0.001	0.026	0.04	0.967
BSize	-0.008	0.016	-0.54	0.589	-0.012	0.007	-1.70	0.089 *
BInd	0.815	0.247	3.29	0.001 ***	0.352	0.189	1.86	0.063 *
AudCom	-0.056	0.178	-0.31	0.754	0.118	0.102	1.16	0.248
CSRCom	-0.568	2.262	-0.25	0.802	0.932	0.173	5.40	0.000 ***
Size	0.168	0.224	0.75	0.454	0.540	0.109	4.95	0.000 ***
CS	-0.049	0.020	-2.46	0.014 **	-0.029	0.009	-2.91	0.004 ***
SGrow	0.009	0.002	0.83	0.408	0.008	0.001	10.36	0.000 ***
Age	-0.081	0.041	-1.98	0.047 **	-0.005	0.013	-0.38	0.701
Tang	-0.072	0.854	-0.08	0.933	-0.055	0.342	-0.16	0.873
Sargan			6.542	0.478			10.276(8)	0.246
Wald			4796.20(11)	0.000			76200000(11)	0.000
AR(1)			-1.638	0.102			-1.182	0.237
AR(2)			-0.202	0.840			1.717	0.086

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável Gastos Ambientais (GA) é constituído por 30 empresas e 92 observações. O painel correspondente à variável Gastos Sociais (GS) é constituído por 31 empresas e 112 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

O PIB (GDP) enquanto variável macroeconómica, apresenta um sinal estaticamente significativo e positivo, no modelo 2 e 3 ($p < 0.1$ e $p < 0.05$, respetivamente). Com efeito, corrobora-se parcialmente a hipótese 1, admitindo-se o resultado obtido por Vieira et al. (2019), Tektüfekçi & Kutay (2016) e Harrison & Berman (2016). Relativamente ao indicador económico, QTobin, os resultados apoiam-se no argumento que empresas sediadas em países com um PIB mais alto, têm tendência a ser empresas com mais valor e fiabilidade para os *stakeholders*, favorecendo a imagem das empresas no mercado. A dimensão ambiental, estudada através do total de gastos ambientais é estatisticamente significativa e positiva na relação com o PIB, motivado pelo facto da economia em Portugal desde 2013 estar em crescimento, e esta potenciar o aumento da produção de bens e serviços que, consequentemente, aumenta os gastos ambientais.

Relativamente às variáveis de CG, o tamanho do conselho de administração (BSize) apresenta uma estatística significativa e de relação negativa, no modelo 4 ($p < 0.1$). Este resultado não corrobora a hipótese 2, podendo ser explicado pelo facto, de muitas vezes um conselho de administração com dimensões superiores ter tendência a reduzir a eficácia e eficiência na tomada de decisão devido aos problemas de comunicação, prejudicando a componente social interna às empresas. Por outro lado, a independência do conselho de administração (BInd), em Portugal, considerada uma das características de CG mais importantes no ambiente interno às empresas, obtém para os modelos 3 e 4 resultados significativos. Assim, apresenta resultados estatisticamente significativos e positivos quando relacionado com as dimensões ambiental e social ($p < 0.01$ e $p < 0.1$, respetivamente), corroborando a hipótese 3 e por conseguinte o trabalho de Hussain et al. (2018). Relativamente ao modelo 3 que trata a dimensão ambiental, é possível compreender que a proporção de diretores independentes nas empresas portuguesas não está a potenciar políticas ecológicas, nem a diminuição de gastos ambientais. De facto, este resultado vai ao encontro da ideologia já enunciada por Dias et al. (2017) e Fernandes (2008), que alertam para o facto de em Portugal os diretores independentes ainda não possuírem um papel ativo e eficaz. Por outro lado, em relação à dimensão social, os resultados vão ao encontro das duas teorias de CG (agência e partes interessadas), que afirmam que a existência de diretores independentes mitiga os problemas de agência, uma vez que não estão tão expostos à pressão dos acionistas e gestores, existindo uma maior preocupação com todos os envolvidos na organização, baseando-se numa visão sociológica e política de sociedade.

Relativamente à existência de uma comissão de responsabilidade social e corporativa (CSRCom), os dois modelos que tratam a dimensão económica (Modelos 1 e 2), apresentam significância estatística de sinal negativo ($p < 0.01$). Este resultado está alicerçado no contexto empresarial existente, uma vez que, para que seja possível investir nas componentes ambiental e social da SE, as empresas são obrigadas a um esforço económico superior e um aumento dos custos. Adicionalmente, a existência destas comissões também implica um aumento dos custos fixos, devido à remuneração auferida por parte dos integrantes das comissões. Por outro lado, a existência de CSR *committee* apresenta sinais estatisticamente significativos e positivos em relação à dimensão social ($p < 0.01$), corroborando a hipótese 5, de acordo com a literatura apresentada, nomeadamente por Hussain et al. (2018). Este resultado assenta na ideologia que a presença destas comissões está orientada para promover estratégias de melhoria a nível social, apoiada na teoria das partes interessadas, que afirma ser de elevada importância salvaguardar os interesses de todos os elementos da organização, nomeadamente colaboradores.

Por último, as características específicas das empresas apresentam resultados significativos para os 4 modelos em estudo. O tamanho da empresa (Size), apresenta resultados significativos e estatísticos, de sinal positivo para a dimensão económica ($p < 0.01$), no modelo 2 corroborando o estudo realizado por Zeitun & Saleh (2015) e Zeitun & Tian (2007). Este resultado pode ser justificado pelo facto de existir um aumento dos ativos, que promove uma maior visibilidade e maior atenção por parte dos investidores e do mercado. Relativamente à dimensão social, os resultados são estatisticamente significativos e positivos ($p < 0.01$).

A variável dependente que trata a estrutura de capitais (CS) surge com relações estatisticamente significativas e de sinais negativos para os modelos 2, 3 e 4 ($p < 0.1$, $p < 0.05$ e $p < 0.01$, respetivamente), corroborando parcialmente a hipótese 7. Este resultado está em consonância com os autores estudados, Hussain et al. (2018). De facto, é perceptível que Portugal ao possuir uma economia frágil, promove um aumento da dívida que é canalizada para o interior da empresa e gestão corrente, de forma a conseguir alavancar oportunidades de crescimento e, consequentemente deteriorar a visão que o mercado e investidores têm sobre as empresas. Em conformidade com o explicado anteriormente, as empresas portuguesas passaram por um período económico controverso, e viram-se obrigadas a recorrer à dívida para financiar atividades internas à

empresa, e desenvolver estratégias de diminuição de gastos fixos, fomentando a redução de gastos a nível ambiental e, adicionalmente, alocando menos recursos no desenvolvimento de políticas sociais, recorrendo à diminuição a nível social.

A variação das vendas (SGrow) alcançou resultados positivos e estatisticamente significativos para os modelos 1, 2 e 4 ($p < 0.01$, $p < 0.1$ e $p < 0.01$, respetivamente), corroborando parcialmente a hipótese 8. Estes resultados são consistentes com os resultados de Davydov et al. (2014), e demonstram que o aumento das vendas promove benefícios a nível económico (interna e externamente às empresas), e a nível social, uma vez que, o aumento das vendas pode potenciar o aumento das vantagens para com os colaboradores.

De seguida, a idade das empresas (Age) estudadas apresenta resultados estatisticamente significativos e positivos para os modelos 1 e 2 ($p < 0.01$), que tratam a dimensão económica, corroborando parte da hipótese 9, baseada em Ben Barka & Legendre (2017). De facto, empresas com mais anos no mercado são normalmente empresas com uma maior estabilidade financeira, uma vez que tiveram a capacidade de sobreviver num mercado frágil, quando a taxa de sobrevivência das empresas portuguesas é bastante baixa (Félix, 2017). Relativamente ao modelo 3, que trata a dimensão ambiental, o resultado é estatisticamente significativo e negativo ($p < 0.05$), corroborando a hipótese 9 e a ideologia de Waluyo (2017). Este resultado leva a crer que empresas com uma maior maturidade no mercado, são empresas que têm menos gastos em fluidos que podem comprometer o ambiente. Efetivamente, empresas com uma maior maturidade são empresas mais reconhecidas no mercado, com grande exposição e sujeitas a uma maior pressão do mercado e demais sociedade, estimulando o crescimento das preocupações a nível ambiental e de políticas ecológicas.

Por último, a variável que trata a tangibilidade (Tang) apresenta significância estatística apenas para a dimensão económica (Modelos 1 e 2) ($p < 0.05$), corroborando a hipótese 10 e os autores que obtiveram uma relação negativa, tais como Bhattarai (2016), Zeitun & Saleh, (2015) e Zeitun & Tian (2007). Isto pode significar que as empresas portuguesas têm uma quantidade considerável de ativos fixos e que afetam o desempenho económico das empresas. Adicionalmente, este resultado pode indicar que as empresas portuguesas devem reduzir o investimento em ativos fixos, ou então utilizá-los de forma mais eficiente.

Tabela 3.6 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra de Espanha

	Dimensão Económica							
	ROA				QTobin			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-123.649	26.864	-4.60	0.000 ***	0.539	1.435	0.38	0.707
GDP	-0.056	0.262	-0.21	0.831	-0.033	0.028	-1.20	0.231
BSize	-0.331	0.263	-1.26	0.208	0.076	0.042	1.83	0.067 *
BInd	2.691	5.273	0.51	0.610	-0.204	0.256	-0.79	0.427
CSRCom	-0.878	1.500	-0.59	0.558	0.013	0.122	0.11	0.915
Size	9.437	1.811	5.21	0.000 ***	-0.406	0.093	-4.38	0.000 ***
CS	-0.075	0.008	-8.92	0.000 ***	0.001	0.000	2.87	0.004 ***
SGrow	0.014	0.004	3.08	0.002 ***	0.001	0.001	2.27	0.023 **
Age	-0.094	0.215	-0.44	0.663	0.103	0.015	6.68	0.000 ***
Tang	4.933	5.164	0.96	0.339	-0.041	0.390	-0.11	0.916
Sargan			8.045(8)	0.429			18.523(8)	0.018
Wald			295.88(10)	0.000			101.67(10)	0.000
AR(1)			-1.472	0.141			-1.157	0.247
AR(2)			-1.388	0.165			0.943	0.346

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 59 empresas e 222 observações. O painel correspondente à variável QTobin é constituído por 56 empresas e 212 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Tabela 3.7 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra de Espanha

	Dimensão Ambiental				Dimensão Social			
	Gastos Ambientais				Gastos Sociais			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	1.701	2.352	0.72	0.470	-2.757	1.349	-2.04	0.041 **
GDP	0.015	0.020	0.75	0.455	0.009	0.010	0.86	0.391
BSize	0.068	0.023	2.93	0.003 ***	0.015	0.008	1.85	0.064 *
BInd	-0.156	0.298	-0.52	0.602	0.022	0.198	0.11	0.911
CSRCom	0.169	0.075	2.26	0.024 **	0.065	0.060	1.08	0.282
Size	0.229	0.141	1.63	0.103	0.543	0.148	3.67	0.000 ***
CS	0.008	0.002	3.61	0.000 ***	-0.001	0.000	-1.74	0.082 *
SGrow	0.003	0.002	1.80	0.071 *	0.003	0.001	3.29	0.001 ***
Age	0.006	0.006	1.05	0.293	0.007	0.007	1.08	0.280
Tang	0.080	0.557	0.14	0.885	0.392	0.203	1.93	0.053 *
Sargan			6.193	0.626			9.510(8)	0.301
Wald			46.69(10)	0.000			859.87(10)	0.000
AR(1)			-2.082	0.037			-2.093	0.036
AR(2)			0.392	0.695			-1.129	0.259

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável Gastos Ambientais (GA) é constituído por 57 empresas e 213 observações. O painel correspondente à variável Gastos Sociais (GS) é constituído por 59 empresas e 222 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Esta secção apresenta os resultados obtidos para Espanha. As tabelas acima demonstram a existência de significâncias estatísticas para os quatro modelos em estudo.

Acredita-se que pelo facto de no ano de 2006, a CNMV ter publicado um código onde expunha a importância, principais competências e composição do conselho de administração, potenciou o aumento da preocupação das empresas neste âmbito, e consequente melhoria do papel desempenhado pelo *Board Size* (BSize) (CNMV, 2006). Os resultados demonstram-se estatisticamente significativos e positivos para os modelos 2, 3 e 4 ($p < 0.1$, $p < 0.01$ e $p < 0.1$, respetivamente). Assim, relativamente à dimensão económica, mais concretamente, QTobin validam-se os resultados dos autores estudados Badu & Appiah (2017), Kalsie & Shrivastav (2016), e Setia-Atmaja (2018). Estes resultados, estão fundamentados na literatura e teoria da agência, que afirma que o aumento de elementos no conselho de administração potencia o aumento da preocupação com a gestão das empresas e, consequentemente, melhoria de visão do mercado e investidores sobre as empresas. Também com evidências positivas, apresenta-se a dimensão social, cujos resultados obtidos são suportados por Mallin & Michelon (2011) e Zhuang et al. (2018), que comprovam empiricamente, que um conselho de administração de dimensão aumentada potencia o aumento de preocupações relativamente à sociedade, bem como, o desenvolvimento da dimensão dos direitos humanos e políticas de responsabilidade social. Por último, e no que diz respeito à dimensão ambiental, o resultado obtido demonstra que o aumento do conselho de administração provoca um aumento dos gastos ambientais. De facto, este resultado não está apoiado pela literatura, no entanto pode ser justificado pelas alterações e recomendações realizadas pela CNMV relativamente aos conselhos de administração ainda serem relativamente recentes, e as empresas ainda não possuírem capacidades de alavancar todas as dimensões da sustentabilidade. Em consonância, e conforme por Rodriguez-Fernandez, Fernandez-Alonso, & Rodriguez-Rodriguez (2014), que tinham como objeto de estudo Espanha, no período de 2009, estes demonstraram que o papel desempenhado pelos conselho de administração não produzia efeitos positivos no valor das empresas. Atualmente, os conselhos de administração reformularam-se e já estão a ser capazes de criar valor para o mercado (QTobin), e desenvolver melhorias a nível social, no entanto, a dimensão ambiental ainda se encontra em desvantagem.

Ainda sobre as características de CG, há evidências estatísticas que a presença de uma comissão de responsabilidade social e corporativa (CSRCom) está negativamente

associada ao total de gastos ambientais ($p < 0.05$), uma vez que a presença destas está associada ao aumento dos gastos ambientais. Este resultado pode ser justificado pelo facto da presença destas comissões ainda ser recente, e como tal, os efeitos ainda não são notórios.

O tamanho da empresa (*Size*), que apresenta significância estatística para três dos quatro modelos (1, 2 e 4) ($p < 0.01$), corrobora parcialmente a hipótese 6, conforme os autores Artiach et al. (2010), Basit & Hassan (2017), Campbell & Mínguez-Vera (2008), Hussain et al. (2018), Zeitun & Saleh (2015) e Zeitun & Tian (2007). A dimensão económica apresenta resultados divergentes para os seus dois modelos em estudo. Se para o QTobin o resultado é estatisticamente significativo e negativo, para a ROA é estatisticamente significativo e de sinal positivo. Estes resultados não estão em desacordo, uma vez que o QTobin é considerado uma variável de mercado e a ROA uma variável económica interna à empresa, significando que o aumento dos ativos potencia a envolvente interna à empresa, no entanto, condiciona a visão que os investidores têm sobre a mesma (Vieira et al., 2019). De facto, Campbell & Mínguez-Vera (2008) ao estudar a *Madrid Stock Exchange* já tinha obtido um resultado negativo para o QTobin, potenciado pelo facto dos mercados não valorizarem a presença de ativos na empresa. Por último, e ainda relativo ao tamanho da empresa, esta afeta positivamente a dimensão social, não corroborando a hipótese 6. O resultado obtido sugere que no seio das empresas espanholas o aumento dos ativos potencia um nível social superior.

A estrutura de capitais (CS) apresenta resultados ímpares para os dois rácios que tratam a dimensão económica (modelos 1 e 2). Se para a ROA há uma significância estatística de sinal negativo ($p < 0.01$), para o QTobin ($p < 0.01$) a significância estatística é de sinal positivo, corroborando a hipótese 7 (Ahmad & Roslan, 2012; Basit & Hassan, 2017). De acordo com o exposto anteriormente, esta diferença é motivada pela perceção que o mercado e os utilizadores internos das empresas têm sobre o QTobin e a ROA. Assim, a estrutura da dívida apresenta um panorama negativo interno à empresa, já que esta pode não estar a ser usada convenientemente para financiar o negócio e as operações. No entanto, o mercado avalia a estrutura da dívida como um fator positivo acreditando que esta está a ser utilizada para financiar oportunidades de crescimento no mercado. Relativamente aos modelos 3 e 4, o 3º modelo estudado apresenta um resultado estatisticamente significativo e positivo ($p < 0.01$), enquanto o 4º modelo apresenta sinal negativo ($p < 0.1$), corroborando a hipótese 7. Assim, e no que se refere aos modelos que

tratam a dimensão ambiental e social, os resultados estão em consonância com Kumar & Shetty (2018) e Hussain et al. (2018), evidenciando que empresas com uma estrutura de capitais elevada, não possui capacidade de investir em políticas ecológicas e com foco na sociedade.

Relativamente à variação das vendas (SGrow), esta está positivamente associada aos quatro modelos. Relativamente à dimensão económica, o resultado está de acordo com Davydov et al. (2014), e apresenta resultados estatisticamente positivos e significativos para a ROA e QTobin ($p < 0.01$ e $p < 0.1$, respetivamente). Relativamente às dimensões ambiental e social os resultados também são estatisticamente significativos e positivos ($p < 0.1$ e $p < 0.01$, respetivamente). De facto, e no que concerne à dimensão económica, naturalmente, um aumento das vendas potencia uma melhoria das organizações interna e externamente. Adicionalmente, e no que se refere à dimensão social, o aumento da disponibilidade de fundos das empresas pode potenciar a existência de recursos que podem ser utilizados como forma de beneficiar o trabalho desenvolvido pelos colaboradores, potenciando um aumento dos gastos sociais. Por último, a nível ambiental, o aumento das vendas está diretamente relacionado com um aumento na produção, que consequentemente origina um aumento dos gastos ambientais. No entanto, este resultado não revela que as empresas em Espanha são ineficientes a nível ambiental, mas que a produção está a aumentar, promovendo um aumento destes gastos.

A idade das empresas (*Age*) apresenta sinal positivo e significativo na dimensão económica, mais concretamente no modelo 2 ($p < 0.01$), corroborando de alguma forma a hipótese 9. De facto, o aumento da idade das empresas e a sua contínua atuação no mercado significa que estas possuem a capacidade de sobreviver às dificuldades da economia, impulsionando a visibilidade que os investidores têm sobre as empresas.

Tabela 3.8 - Resultados de Estimação do Modelo 1 e 2 para as empresas que compõem a amostra da Península Ibérica

	Dimensão Económica							
	ROA				QTobin			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-37.037	63.694	-0.58	0.561	-2.352	3.719	-0.63	0.527
GDP	-0.511	1.091	-0.47	0.639	-0.019	0.031	-0.62	0.535
BSize	-2.043	1.524	-1.34	0.180	0.086	0.033	2.62	0.009 ***
BInd	-5.477	7.996	-0.68	0.493	-0.186	0.289	-0.64	0.519
AudCom	21.982	15.947	1.38	0.168	-0.780	0.647	-1.21	0.228
CSRCom	-0.929	3.078	-0.30	0.763	0.005	0.114	0.04	0.966
Size	2.052	3.683	0.56	0.577	-0.121	0.256	-0.47	0.637
CS	-0.069	0.025	-2.73	0.006 ***	0.001	0.000	1.91	0.056 *
SGrow	0.017	0.024	0.70	0.482	-0.000	0.000	-0.92	0.356
Age	0.499	0.350	1.42	0.155	0.114	0.019	5.86	0.000 ***
Tang	-3.564	6.566	-0.54	0.587	-0.143	0.354	-0.40	0.687
Sargan			11.101(8)	0.196			11.214(8)	0.189
Wald			44.07(11)	0.000			74.88(11)	0.000
AR(1)			-1.546	0.122			-0.240	0.810
AR(2)			1.539	0.124			-0.686	0.493

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável ROA é constituído por 93 empresas e 345 observações. O painel correspondente à variável QTobin é constituído por 90 empresas e 332 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

Tabela 3.9 - Resultados de Estimação do Modelo 3 e 4 para as empresas que compõem a amostra da Península Ibérica

	Dimensão Ambiental				Dimensão Social			
	Gastos Ambientais				Gastos Sociais			
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	2.833	3.481	0.81	0.416	-3.313	1.042	-3.18	0.001 ***
GDP	0.017	0.022	0.73	0.463	0.013	0.012	1.08	0.278
BSize	0.063	0.025	2.52	0.012 **	0.021	0.012	1.72	0.086 *
BInd	-0.153	0.290	-0.53	0.599	-0.004	0.205	-0.02	0.983
AudCom					-0.188	0.188	-1.00	0.318
CSRCom	0.179	0.074	2.43	0.015 **	0.145	0.134	1.09	0.278
Size	0.286	0.145	1.97	0.049 **	0.615	0.112	5.48	0.000 ***
CS	0.008	0.003	3.08	0.002 ***	-0.000	0.000	-1.15	0.249
SGrow	0.002	0.002	1.41	0.158	0.001	0.000	2.98	0.003 ***
Age	0.006	0.007	0.86	0.391	0.007	0.005	1.20	0.229
Tang	0.095	0.499	0.19	0.850	0.242	0.219	1.10	0.271
Sargan			5.678(7)	0.578			12.248	0.141
Wald			48.10(10)	0.000			469.66	0.000
AR(1)			-1.259	0.208			-2.543	0.011
AR(2)			0.136	0.892			0.758	0.449

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel correspondente à variável Gastos Ambientais (GA) é constituído por 77 empresas e 238 observações. O painel correspondente à variável Gastos Sociais (GS) é constituído por 93 empresas e 345 observações. As variáveis estão devidamente definidas na secção 2 – Metodologia de investigação, mais concretamente no ponto 2.2 – Variáveis a incluir no modelo. De salientar ainda que: i) *, **, e *** indica níveis de significância a 10%, 5% e 1% respetivamente; ii) O teste de Sargan com um *p-value* superior a 5% mostra que os instrumentos são válidos, sendo que os valores entre parêntesis do teste representam os graus de liberdade; iii) O teste de Wald apresenta um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos distribuídos assintoticamente como χ^2 sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parêntesis. iv) O teste AR(1) tem distribuição normal N (0,1) e testa a hipótese nula de ausência de autocorrelação de primeira ordem, contra a hipótese alternativa de existência de autocorrelação de primeira ordem; v) O teste AR(2) tem distribuição normal N (0,1) e com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de autocorrelação de segunda ordem.

As tabelas 3.8 e 3.9 apresentam os resultados obtidos para os quatro modelos correspondentes à Península Ibérica. Realça-se que os resultados alcançados podem ser semelhantes aos resultados para Espanha, motivado pelo facto da amostra ser superior à de Portugal cerca de 33%. Assim, é possível compreender que não existe evidência estatística para a variável macroeconómica PIB, e as variáveis de CG que apresentam sinalização e resultados estatísticos são o tamanho do conselho de administração (*Board Size*) e a presença de comissão de responsabilidade social e corporativa (*CSR Committee*). Estes resultados são motivados, conforme enunciado, pelo peso da amostra e pelo facto de Portugal exibir uma maior importância para com a independência do conselho de administração, em detrimento das outras características de CG.

Pelos motivos já expostos, o tamanho do conselho de administração (*BSize*) apresenta significância estatística e positiva para os modelos 2, 3 e 4 ($p < 0.01$ e $p < 0.05$ e $p < 0.1$, respetivamente). Estes resultados estão de acordo com a teoria da agência e comprovam que um conselho de administração de estrutura superior potencia a melhoria da presença das empresas no mercado e a dimensão social, corroborando parte da hipótese 2 e de acordo com Badu & Appiah (2017), Kalsie & Shrivastav (2016), Mallin & Michelon (2011), Setia-Atmaja (2018) e Zhuang et al. (2018). No entanto, relativamente à dimensão ambiental, os resultados revelam que o aumento do conselho de administração está associado a maiores níveis de gastos sociais. Ainda em relação às características de CG, a existência da comissão de responsabilidade social e corporativa (*CSRCom*) potencia o aumento dos gastos ambientais ($p < 0.05$), que conforme explicado para Espanha, se deve ao facto das empresas se encontrarem em expansão. De facto, ambos os países se encontram em crescimento, estimulando o aumento do valor das empresas e consequentemente, o aumento da produção e gastos ambientais.

O tamanho da empresa (*Size*) apresenta resultados estatisticamente significativos e positivos para os modelos 3 e 4 ($p < 0.05$ e $p < 0.01$, respetivamente). No que está relacionado com a dimensão ambiental, o resultado obtido apresenta um carácter inusitado, uma vez que, ambos os países quando estudados isoladamente não apresentarem qualquer tipo de sinal. De facto, este resultado pode significar que diferentes *stakeholders* externos ao mercado ibérico, têm uma perceção diferente relativamente à componente ambiental, salientando que quanto maior for o nível de ativos das empresas, maior serão os seus gastos a nível ambiental. Por outro lado, e em harmonia com Hussain et al. (2018), a dimensão social indica que empresas de tamanho superiores

e com maior visibilidade no mercado, tendem a ser empresas com um maior foco em políticas sociais.

Posteriormente, o resultado alcançado para a estrutura de capitais (CS) está assente nos resultados obtidos para a Espanha, muito por causa do peso da amostra. É de evidenciar que se mantém a diferença entre os modelos 1 e 2, bem como a relação positiva entre a estrutura de capitais e o total de gastos ambientais.

A variação das vendas (SGrow) apresenta escassez nos resultados, potenciado pelo facto dos resultados estatísticos de Portugal e Espanha isoladamente serem de significância reduzida, mais concretamente, inferior a 99%. Assim, a variação das vendas apresenta apenas resultados estatisticamente significativos e positivos ($p < 0.01$) para o modelo 4, devido ao aumento das vendas e disponibilidade de fundos poder potenciar a componente social inerente às empresas.

Por último, a idade da empresa está positivamente relacionada com o seu desenvolvimento sustentável a nível económico, mais concretamente para o QTobin, portanto para o modelo 2 ($p < 0.01$).

CONCLUSÃO

A presente dissertação tinha como principal objetivo estudar os determinantes da sustentabilidade empresarial, mais especificamente, fatores macroeconómicos, características de *corporate governance* e características específicas das empresas.

O estudo incide em empresas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon* e *Madrid Stock Exchange*, no período compreendido entre 2013 e 2017. Assim, as análises foram realizadas para Portugal e Espanha separadamente, e para uma amostra conjunta, a amostra correspondente à Península Ibérica.

Através da metodologia de dados em painel foi possível observar que a sustentabilidade empresarial na Península Ibérica, é determinada pela macroeconomia, *corporate governance* e características específicas das empresas.

Relativamente a Portugal, o desenvolvimento da sustentabilidade no ambiente empresarial é afetado por fatores externos e internos às organizações. No entanto, é de ressaltar que os determinantes mais preponderantes são as características específicas das empresas, demonstrando que a gestão interna às empresas portuguesas é um determinante crucial no desenvolvimento da sustentabilidade. Também as empresas sediadas em Espanha, apresentam um comportamento semelhante, demonstrando que são as características internas às empresas que são o maior determinante.

Para além disto, é de ressaltar a diferença existente entre Portugal e Espanha no que se refere às estruturas de governação das sociedades. Se Portugal apresenta maior consideração pela presença de diretores independentes, Espanha denota mais valor para o tamanho do conselho de administração. Relativamente à existência de comissão de auditoria, Espanha, acredita que esta comissão é fulcral no seio das sociedades, daí a existência desta em todas as empresas da amostra. Em relação à existência de comissões de responsabilidade social e corporativa, os dois países apresentam comportamentos semelhantes, provando que a existência destas comissões ainda não apresenta resultados notórios no desenvolvimento da sustentabilidade empresarial.

No que concerne à amostra conjunta, é possível concluir, que apesar de fronteiriços os dois países apresentam comportamentos diferentes, uma vez que, não há efeitos do PIB nesta amostra. Os resultados também sugerem que as características específicas das empresas são os fatores com maior relevância no desenvolvimento da sustentabilidade, reforçando as conclusões supramencionadas.

Por último, é essencial realçar que a evolução da sustentabilidade empresarial na Península Ibérica já apresenta desenvolvimentos reconhecidos, principalmente, no que se refere às dimensões económica e social.

A concretização deste estudo vem colmatar a carência de estudos na área da sustentabilidade empresarial, na Península Ibérica, e demonstrar que, o desenvolvimento da sustentabilidade empresarial é afetado por fatores externos e internos às organizações. Adicionalmente, este estudo reforça a literatura, engrandecendo que a sustentabilidade deve ser fator estratégico nas empresas, já que valoriza a visão que o mercado, consumidores e demais *stakeholders* têm sobre as empresas.

O estudo apresenta limitações, principalmente, no facto de nem todas as empresas presentes na amostra apresentarem informação completa relativamente às variáveis em estudo.

Futuramente, seria pertinente estudar o desenvolvimento da sustentabilidade empresarial através da informação fornecida pelos relatórios de informação não financeira que a Diretiva 2014/95/EU vem impor. É de elevada importância compreender de que forma é que esta diretiva está a atuar, se está a produzir efeitos notórios na divulgação deste tipo de informações, e se as empresas estão realmente aplicar e complementar as suas estratégias internas com políticas que visam melhorar as componentes ambiental e social, acompanhando os desenvolvimentos económicos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R., & Mehran, H. (2003). Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies? *Economic Policy Review*, 9(1), 123–142. Disponível em <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/03v09n1/0304adam.pdf>. doi: 10.2139/ssrn.387561
- Ahmad, Z., & Roslan, S. (2012). Capital Structure Effect on Firms Performance : Focusing on Consumers and Industrials Sectors on Malaysian Firms. *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137–155. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/265350012_Capital_Structure_Effect_on_Firms_Performance_Focusing_on_Consumers_and_Industrials_Sectors_on_Malaysian_Firms/download. doi: 10.1177/1046878114554176
- Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: An empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53–83. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/IJLMA-01-2013-0004>. doi: 10.1108/IJLMA-01-2013-0004
- Alves, S. M. G. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 141–160. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/19852511111173103>. doi: 10.1108/19852511111173103
- APCER - Associação Portuguesa de Certificação. (2016). *ISO 14001 - Guia do Utilizador ISO 14001:2015*.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433–448. Disponível em <https://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/00251740810863870>. doi: 10.1108/00251740810863870
- Arellano, M. (2002). Sargan's instrumental variables estimation and the generalized method of moments. *Journal of Business & Economic Statistics*, 20(4), 450–459. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1392415>. doi: 10.2307/1392415
- Arellano, M. (2003). *Panel Data Econometrics*. Reino Unido: Oxford University Press.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277–297. Disponível em <https://academic.oup.com/restud/article-lookup/doi/10.2307/2297968>. doi: 10.2307/2297968
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29–51. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/030440769401642D>. doi: 10.1016/0304-4076(94)01642-D
- Arena, C., Bozzolan, S., & Michelon, G. (2015). Environmental Reporting: Transparency to Stakeholders or Stakeholder Manipulation? An Analysis of Disclosure Tone and the Role of the Board of Directors. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 346–361. Disponível em

- https://www.researchgate.net/publication/262197399_Environmental_Reporting_Transparency_to_Stakeholders_or_Stakeholder_Manipulation_An_Analysis_of_Disclosure_Tone_and_the_Role_of_the_Board_of_Directors/download. doi: 10.1002/csr.1350
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The Determinants of Corporate Sustainability Performance. *Accounting & Finance*, 50(1), 31–51. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-629X.2009.00315.x>. doi: 10.1111/j.1467-629X.2009.00315.x
- Badu, L. A., & Appiah, K. O. (2017). The Impact of Corporate Board Size on Firm Performance: Evidence from Ghana and Nigeria. *Research in Business and Management*, 4(2), 1–12. Disponível em <http://www.macrothink.org/journal/index.php/rbm/article/view/11721>. doi: 10.5296/rbm.v4i2.11721
- Banerjee, S. B. (2001). Managerial perceptions of corporate environmentalism: interpretations from industry and strategic implications for organizations. *Journal of Management Studies*, 38(4), 489–513. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-6486.00246>. doi: 10.1111/1467-6486.00246
- Bansal, P. (2002). The corporate challenges of sustainable development. *Academy of Management Executive*, 16(2), 122–131. Disponível em <http://journals.aom.org/doi/10.5465/ame.2002.7173572>. doi: 10.5465/AME.2002.7173572
- Basit, A., & Hassan, Z. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Performance: Analysis of Food Sector Listed on Karachi Stock Exchange (KSE) Listed Firms in Pakistan. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 4(2), 118–135. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2945807.
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal* (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto). Disponível em https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2/AS_VARIVEIS_DETERMINANTE_NA_ESCOLHA_DO_MODELO_DE_CORPORATE.pdf
- Baum, C. F., Schaffer, M., & Stillman, S. (2007). Enhanced routines for instrumental variables/GMM estimation and testing. *Stata Journal*, 7(4), 465–506. Disponível em <http://fmwww.bc.edu/ec-p/wp667.pdf>.
- Baumgartner, R. J., & Rauter, R. (2017). Strategic perspectives of corporate sustainability management to develop a sustainable organization. *Journal of Cleaner Production*, 140(1), 81–92. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.04.146>. doi: 10.1016/j.jclepro.2016.04.146
- Ben Barka, H., & Legendre, F. (2017). Effect of the board of directors and the audit committee on firm performance: a panel data analysis. *Journal of Management and Governance*, 21(3), 737–755. Disponível em <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs10997-016-9356-2.pdf>. doi: 10.1007/s10997-016-9356-2
- Benn, S., & Dunphy, D. (2014). Can democracy handle corporate sustainability? Constructing a path forward. *Innovation: Management, Policy & Practice*, 6(2), 141–155. Disponível em

- <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.5172/impp.2004.6.2.141>. doi: 10.5172/impp.2004.6.2.141
- Bhattarai, Y. R. (2016). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Nepalese Manufacturing Companies. *Journal Management and Planning*, 2(3), 138–150. Disponível em <http://internationaljournalofresearch.org/index.php/JSMaP>.
- Bhupendra, K. V., & Sangle, S. (2015). What drives successful implementation of pollution prevention and cleaner technology strategy? The role of innovative capability. *Journal of Environmental Management*, 155, 184–192. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301479715001693>. doi: 10.1016/j.jenvman.2015.03.032
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century* Brookings Institute . *Challenge*. Washington, DC: Brookings Institute Disponível em https://books.google.pt/books/about/Ownership_and_Control.html?id=Cm4ic7M3vjMC&redir_esc=y. doi: 10.1080/05775132.1996.11471895
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304407698000098>. doi: 10.1016/S0304-4076(98)00009-8
- Bond, S. R., Hoeffler, A., & Temple, J. (2001). GMM Estimation of Empirical Growth Models, 1–37. Disponível em <https://ideas.repec.org/p/nuf/econwp/0121.html>.
- Bonn, I., & Fisher, J. (2011). Sustainability: the missing ingredient in strategy. *Journal of Business Strategy*, 32(1), 5–14. Disponível em <https://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/02756661111100274>. doi: 10.1108/02756661111100274
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), 685–701. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10551-007-9658-z>. doi: 10.1007/s10551-007-9658-z
- Cadbury, S. A. (2000). The Corporate Governance Agenda. *Corporate Governance*, 8(1), 7–15. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-8683.00175>. doi: 10.1111/1467-8683.00175
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435–451. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10551-007-9630-y>. doi: 10.1007/s10551-007-9630-y
- Campos, L. M. de S., Sehnem, S., Oliveira, M. de A. S., Rossetto, A. M., Coelho, A. L. de A. L., & Dalfovo, M. S. (2013). Relatório de sustentabilidade: perfil das organizações brasileiras e estrangeiras segundo o padrão da Global Reporting Initiative. *Gestão & Produção*, 20(4), 913–926. Disponível em http://www.scielo.br/pdf/gp/v20n4/aop_gp0954_ao.pdf. doi: 10.1590/S0104-530X2013005000013
- Chariri, A., Januarti, I., & Yuyetta, E. N. A. (2017). Firm Characteristics, Audit Committee, and Environmental Performance: Insights from Indonesian Companies.

- International Journal of Energy Economics and Policy*, 7(6), 19–26.
- Chen, J. C., & Roberts, R. W. (2010). Toward a More Coherent Understanding of the Organization–Society Relationship: A Theoretical Consideration for Social and Environmental Accounting Research. *Journal of Business Ethics*, 97(4), 651–665. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10551-010-0531-0>. doi: 10.1007/s10551-010-0531-0
- Cheng, E. C. M., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262–289. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0020706306000422?via%3Dihub>. doi: 10.1016/j.intacc.2006.07.001
- Christmann, P. (2000). Effects of “best practices” of environmental management on cost advantage: The role of complementary assets. *Academy of Management Journal*, 43(4), 663–680. Disponível em <http://journals.aom.org/doi/10.5465/1556360>. doi: 10.2307/1556360
- Christofi, A., Christofi, P., & Sisaye, S. (2012). Corporate sustainability: Historical development and reporting practices. *Management Research Review*, 35(2), 157–172. Disponível em <https://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/01409171211195170>. doi: 10.1108/01409171211195170
- Claro, P. B. de O., & Claro, D. P. (2014). Sustentabilidade estratégica: existe retorno no longo prazo? *Revista de Administração*, 49(2), 291–306. Disponível em http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1599. doi: 10.5700/rausp1147
- CNMV. (2006). *Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*.
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). *Corporate Governance and International Business*. Ventus Publishing. Disponível em <http://zums.ac.ir/files/research/site/ebooks/management-organisation/corporate-governance-and-international-business.pdf>.
- Dahlberg, M., Mörk, E., & Tovmo, P. (2008). Power properties of the Sargan test in the presence of measurement errors in dynamic panels. *Applied Economics Letters*, 15(5), 349–353. Disponível em <https://doi.org/10.1080/13504850500447414>. doi: 10.1080/13504850500447414
- Davydov, D., Nikkinen, J., & Vähämaa, S. (2014). Does the decision to issue public debt affect firm valuation? Russian evidence. *Emerging Markets Review*, 20(1), 136–151. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2014.06.004>. doi: 10.1016/j.ememar.2014.06.004
- Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190–1206. doi: 10.1108/MF-10-2013-0275
- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197–210. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>. doi: 10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x

- Decreto-Lei n.º 89/2017 de 28 de julho. *Diário da República n.º 145/2017 - 1.ª série*. Administração Interna, Trabalho, Solidariedade e Segurança Social, Saúde, Planeamento e das Infraestruturas e Ambiente. Lisboa.
- Demb, A., & Neinbauer, F. F. (1992). *The corporate board: Confronting the paradoxes*. Oxford University Press. Disponível em https://books.google.pt/books?id=W7ALFPiK0C0C&printsec=frontcover&hl=pt-PT&source=gbs_ge_summary_r&cad=0#v=onepage&q&f=false.
- Deus, R. M. de, Seles, B. M. R. P., & Vieira, K. R. O. (2014). As organizações e a ISO 26000: revisão dos conceitos, dos motivadores e das barreiras de implementação. *Gestão & Produção*, 21(4), 793–809. Disponível em http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2014000400010&lng=pt&tlng=pt. doi: 10.1590/0104-530X772/13
- Dias, A. C. G. (2009). *O Relato da Sustentabilidade Empresarial: práticas em Portugal* (Dissertação de Mestrado, Universidade Aberta). Disponível em http://www.rcc.gov.pt/SiteCollectionDocuments/RelatoSustentEmp_teseACGD.pdf
- Dias, A., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2017). Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 3–22. Disponível em <http://ro.uow.edu.au/aabfj/vol11/iss2/2/>. doi: 10.14453/aabfj.v11i2.2
- Diretiva 2014/95/EU de 22 de Outubro. *Jornal oficial da União Europeia*. Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia. Bruxelas.
- Docekalová, M. P., Kocmanová, A., Simberová, I., & Kolečák, J. (2018). Modelling of social key performance indicators of corporate sustainability performance. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 66(1), 303–312. Disponível em <https://doi.org/10.11118/actaun201866010303>. doi: 10.11118/actaun201866010303
- Duarte, P. C., Lamounier, W. M., & Takamatsu, R. T. (2007). Modelos Econométricos para Dados em Panel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças. *7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (pp. 1–15).
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37–51. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1002/tqem.3310080106>. doi: 10.1002/tqem.3310080106
- Engert, S., & Baumgartner, R. J. (2016). Corporate sustainability strategy - Bridging the gap between formulation and implementation. *Journal of Cleaner Production*, 113(1), 822–834. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.11.094>. doi: 10.1016/j.jclepro.2015.11.094
- Fadhilla, A. F., & Hapsoro, D. (2017). Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The South East Asian Journal of Management*, 11(2), 164–183. Disponível em <http://journal.ui.ac.id/index.php/tseajm/article/view/8526>. doi: 10.21002/seam.v11i2.8526

- Farquhar, S., Machold, S., & Ahmed, P. K. (2005). Governance and football: an examination of the relevance of corporate governance regulations for the sports sector. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(4), 329–349. Disponível em <http://www.inderscience.com/link.php?id=6716>. doi: 10.1504/IJBGE.2005.006716
- Félix, S. (2017). Criação de Sobrevivência de Empresas em Portugal. *Revista de Estudos Económicos*, 3(1), 33–46. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ree201702_p.pdf.
- Fernandes, C. (2014). Governo das sociedades, custos de agência e crise financeira: que relação? *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, 4(1), 6–21. Disponível em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/10146/1/132-783-1-PB-4.pdf>.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 30–44. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.003>. doi: 10.1016/j.mulfin.2007.02.003
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Nova Jersey: Prentice-Hall.
- Furfine, C. H. (2001). Banks as Monitors of Other Banks: Evidence from the Overnight Federal Funds Market. *The Journal of Business*, 74(1), 33–57. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/10.1086/209662>. doi: 10.1086/209662
- González-Benito, J., & González-Benito, O. (2005). An analysis of the relationship between environmental motivations and ISO14001 certification. *British Journal of Management*, 16(2), 133–148. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-8551.2005.00436.x>. doi: 10.1111/j.1467-8551.2005.00436.x
- GRI. (2002). *Global Reporting Initiative - Sustainability Reporting Guidelines*. Global Reporting Initiative.
- GRI. (2006). *Sustainability Reporting Guidelines G3*. Global Reporting Initiative.
- GRI. (2015). *G4 Diretrizes para Relato de Sustentabilidade – Parte 1*. Global Reporting Initiative.
- Halme, M., & Huse, M. (1997). The influence of corporate governance, industry and country factors on environmental reporting. *Scandinavian Journal of Management*, 13(2), 137–157. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S095652219700002X>. doi: 10.1016/S0956-5221(97)00002-X
- Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029–1054. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1912775>. doi: 10.2307/1912775
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate Governance and CSR Nexus. *Journal of Business Ethics*, 100(1), 45–67. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10551-011-0772-6>. doi: 10.1007/s10551-011-0772-6
- Harrison, J. S., & Berman, S. L. (2016). Corporate Social Performance and Economic Cycles. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 279–294. doi: 10.1007/s10551-015-2646-9

- Henri, J. F., & Journeault, M. (2008). Environmental performance indicators: An empirical study of Canadian manufacturing firms. *Journal of Environmental Management*, 87(1), 165–176. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2007.01.009>. doi: 10.1016/j.jenvman.2007.01.009
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, 9, 7–26. Cambridge, MA: Disponível em <http://www.nber.org/papers/w8161.pdf>. doi: 10.2139/ssrn.233111
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of Panel Data*. Cambridge University Press. Disponível em <http://www.cambridge.org>. doi: 10.1017/CBO9780511754203
- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411–432. Disponível em <https://link.springer.com/article/10.1007/s10551-016-3099-5>. doi: 10.1007/s10551-016-3099-5
- IFAC. (2018). *Sustainability*. International Federation of Accountants.
- Iqbal, U., & Usman, M. (2018). Impact of Financial Leverage on Firm Performance. *SEISENSE Journal of Management*, 1(2), 70–78. Disponível em <https://journal.seisense.com/index.php/jom/article/view/13>. doi: 10.5281/zenodo.1241454
- ISO. (2010). *ISO 26000 Social responsibility*. International Organization for Standardization.
- ISO. (2013). *ISO 14031 Environmental management — Environmental performance evaluation — Guidelines*. International Organization for Standardization.
- ISO. (2015). *ISO 14001 Sistema de Gestão Ambiental*. International Organization for Standardization.
- Jamali, D., Safieddine, A. M., & Rabbath, M. (2008). Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 443–459. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-8683.2008.00702.x>. doi: 10.1111/j.1467-8683.2008.00702.x
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>. doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. Disponível em <http://ijc.sagepub.com>. doi: 10.1177/0974686216666456
- Kocmanová, A., Hrebíček, J., & Dočekalová, M. (2011). Corporate Governance and Sustainability. *Economics and Management*, 16, 543–549. Disponível em <https://www.taylorfrancis.com/books/9780203390122>.

- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106–132. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/IJMF-09-2014-0135>. doi: 10.1108/IJMF-09-2014-0135
- Kumar, S., & Shetty, S. (2018). Corporate Participation in Voluntary Environmental Programs in India: Determinants and Deterrence. *Ecological Economics*, 147, 1–10. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.12.029>. doi: 10.1016/j.ecolecon.2017.12.029
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1111/0022-1082.00115>. doi: 10.1111/0022-1082.00115
- Lacy, P., Cooper, T., Hayward, R., & Neuberger, L. (2010). *A new era of sustainability of Sustainability: UN Global Compact-Accenture CEO Study 2010*. Accenture.
- Levine, R. (2004). The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence. *Policy Research Working Paper Series*, 3404, 2–34. Disponível em <http://econ.worldbank.org>. doi: 10.1596/1813-9450-3404
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1), 1–33. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/2352631>. doi: 10.1086/296120
- Lloret, A. (2016). Modeling corporate sustainability strategy. *Journal of Business Research*, 69(2), 418–425. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.06.047>. doi: 10.1016/j.jbusres.2015.06.047
- López, M. V., García, A., & Rodríguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285–300. Disponível em <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs10551-006-9253-8.pdf>. doi: 10.1007/s10551-006-9253-8
- Mahmood, Z., Kouser, R., Ali, W., Ahmad, Z., & Salman, T. (2018). Does corporate governance affect sustainability disclosure? A mixed methods study. *Sustainability*, 10(1), 1–20. Disponível em <http://www.mdpi.com/2071-1050/10/1/207>. doi: 10.3390/su10010207
- Mallin, C., & Michelon, G. (2011). Board reputation attributes and corporate social performance: An empirical investigation of the US Best Corporate Citizens. *Accounting and Business Research*, 41(2), 119–144. Disponível em <https://ssrn.com/abstract=1702391>. doi: 10.1080/00014788.2011.550740
- Matias, M. C. da S. A. (2016). *Influência das Características de Corporate Governance na Performance das empresas cotadas na Euronext Lisbon* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra). Disponível em <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/16633>.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management and Governance*, 16(3), 477–509. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10997-010-9160-3>. doi: 10.1007/s10997-010-9160-3
- Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate

- pasts, common futures. *Organization and Environment*, 21(3), 245–269. Disponível em <https://doi.org/10.1177%2F1086026608321329>. doi: 10.1177/1086026608321329
- Morhardt, J. E., Baird, S., & Freeman, K. (2002). Scoring corporate environmental and sustainability reports using GRI 2000, ISO 14031 and other criteria. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 9(4), 215–233. Disponível em www.interscience.wiley.com. doi: 10.1002/csr.26
- Morse, S. (2018). Relating Environmental Performance of Nation States to Income and Income Inequality. *Sustainable Development*, 26(1), 99–115. Disponível em <https://doi.org/10.1002/sd.1693>. doi: 10.1002/sd.1693
- Mucharreira, P. R., & Antunes, M. (2015). Os efeitos das variáveis macroeconómicas no desempenho das organizações: Evidência das pequenas e médias empresas em Portugal. *Portuguese Journal of Accounting and Management*, 17, 113–143. Disponível em <http://www.otoc.pt/fotos/editor2/ceg17.pdf>.
- Neves, E. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2–22. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/IJMF-03-2017-0055>. doi: 10.1108/IJMF-03-2017-0055
- Norma SA8000. (1997). *Responsabilidade Social*. SAI - Social Accountability International.
- Nymasege, D., Okibo, W. B., Nyang'au, A. S., Sang'ania, P. O., Omosa, H., & Momanyi, C. (2014). Effect of Asset Structure on Value of a Firm : a Case of Companies Listed In Nairobi Securities Exchange. *Journal of Finance and Accounting*, 5(7), 205–212. Disponível em <https://iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/12769/13091>. doi: 10.1109/TSTE.2014.2313600
- Perrini, F., & Tencati, A. (2006). Sustainability and Stakeholder management: The Need for New Corporate Performance Evaluation and Reporting Systems. *Business Strategy and the Environment*, 15(5), 296–308. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1002/bse.538>. doi: 10.1002/bse.538
- Pervan, M., & Višić, J. (2012). Influence of Firm Size on Its Business Success. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 213–223. Disponível em <https://hrcak.srce.hr/96821>
- Pouraghajan, A., & Malekian, E. (2012). The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 1(9), 166–181. Disponível em www.ijbcnet.com. doi: 10.11648/j.jfa.20130103.11
- Real Decreto-ley 18/2017 de 25 de Novembro de 2017. *Boletín Oficial Del Estado n.º 287/2017 - Sección I*. Agência Estatal do Boletim Oficial do Estado. Madrid.
- República Portuguesa. (2017). Comunicado do Conselho de Ministros de 22 de junho de 2017.
- Rettab, B., Brik, A. Ben, & Mellahi, K. (2009). A study of management perceptions of the impact of corporate social responsibility on organisational performance in emerging economies: The case of Dubai. *Journal of Business Ethics*, 89(3), 371–390. Disponível em <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007%2Fs10551-008-0005-9.pdf>. doi: 10.1007/s10551-008-0005-9

- Ricart, J. E., Rodriguez, M. Á., & Sánchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 5(3), 24–41. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/14720700510604670>. doi: 10.1108/14720700510604670
- Rodriguez-Fernandez, M., Fernandez-Alonso, S., & Rodriguez-Rodriguez, J. (2014). Board characteristics and firm performance in Spain. *Corporate Governance*, 14(4), 485–503. Disponível em <https://doi.org/10.1108/CG-01-2013-0013>. doi: 10.1108/CG-01-2013-0013
- Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 841–878. Disponível em <http://link.springer.com/10.1007/s10997-016-9361-5>. doi: 10.1007/s10997-016-9361-5
- Sacconi, L. (2004). Corporate Social Responsibility (CSR) as a Model of “Extended” Corporate Governance: An Explanation Based on the Economic Theories of Social Contract, Reputation and Reciprocal Conformism. *Law and Economics Paper - Social Science Research Network*, 142. Disponível em <http://www.ssrn.com/abstract=514522>. doi: 10.2139/ssrn.514522
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341–350. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0148296314002215>. doi: 10.1016/j.jbusres.2014.06.024
- Santioso, L., & Chandra, E. (2012). Pengaruh profitabilitas ukuran perusahaan, leverage, umur perusahaan, dan dewan komisaris independen dalam pengungkapan corporate social responsibility. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 14(1), 17–30.
- Sargan, J. D. (1958). The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables. *Econometrica*, 26(3), 393–415. Disponível em <http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2012-25/references/1958>. doi: 10.2307/1907619
- Setia-Atmaja, L. Y. (2018). Does Board Size Really Matter? Evidence from Australia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 10(3), 331–352. Disponível em <https://doi.org/10.22146/gamaijb.5559>. doi: 10.22146/gamaijb.5559
- Setiadharmas, S., & Machali, M. (2017). The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable. *Journal of Business & Financial Affairs*, 6(4), 1–5. Disponível em <https://www.omicsonline.org/open-access/the-effect-of-asset-structure-and-firm-size-on-firm-value-with-capital-structure-as-intervening-variable-2167-0234-1000298-95367.html>. doi: 10.4172/2167-0234.1000298
- Shrivastava, P., & Addas, A. (2014). The impact of corporate governance on sustainability performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 4(1), 21–37. Disponível em <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/20430795.2014.887346>. doi: 10.1080/20430795.2014.887346

- Spitzeck, H. (2009). The development of governance structures for corporate responsibility. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(4), 495–505. Disponível em <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/14720700910985034>. doi: 10.1108/14720700910985034
- Tektüfekçi, F., & Kutay, N. (2016). The Relationship Between EPI and GDP Growth: An Examination on Developed and Emerging Countries. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(5), 268–276. Disponível em <http://www.davidpublisher.com/index.php/Home/Article/index?id=26440.html>. doi: 10.17265/1548-6583/2016.05.003
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447–483. doi: 10.1007/s10997-014-9307-8
- Tierno, M. V. (2014). *Corporate Governance and Portuguese Listed Companies' Performance* (Dissertação de Mestrado, Lisbon School of Economics & Management). Disponível em <https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/11398/1/DM-MVT-2014.pdf>
- Tricker, B. (2009). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*. 1ª Edição. United States: Oxford University Press.
- Vieira, E. F. S., Henriques, A. F. C., & Neves, M. E. (2018). Fatores Determinantes do Desempenho das Empresas Portuguesas. In: XXVIII jornadas Luso espanholas de Gestão Científica (pp. 1–16).
- Vieira, E., Neves, E., & Dias, A. (2019). Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence. *International Journal of Productivity and Performance Management*. doi: 10.1108/IJPPM-06-2018-0210
- Walls, J. L., Berrone, P., & Phan, P. H. (2012). Corporate governance and environmental performance: is there really a link? *Strategic Management Journal*, 33(8), 885–913. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1002/smj.1952>. doi: 10.1002/smj.1952
- Waluyo, W. (2017). Firm size, firm age, and firm growth on corporate social responsibility in Indonesia: The case of real estate companies. *European Research Studies Journal*, 20(4), 360–369. doi: 10.1002/1521-2254(200009/10)2:5<361::aid-jgm125>3.0.co;2-7
- WCED. (1987). *Our Common Future*. Oxford University Press. Disponível em <http://doi.wiley.com/10.1002/jid.3380010208>. doi: 10.1002/jid.3380010208
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.03.005
- Wooldridge, J. (2002). *Introdução à econometria: uma abordagem econométrica*. Boston: Thomson Learning.
- Zeitun, R., & Saleh, A. S. (2015). Dynamic performance, financial leverage and financial crisis: Evidence from GCC countries. *EuroMed Journal of Business*, 10(2), 147–162. Disponível em <https://doi.org/10.1108/EMJB-08-2014-0022>. doi: 10.1108/EMJB-08-2014-0022

- Zeitun, R., & Tian, G. G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4), 40–61. Disponível em <http://www.ssrn.com/abstract=2496174>. doi: 10.2139/ssrn.2496174
- Zhuang, Y., Chang, X., & Lee, Y. (2018). Board composition and corporate social responsibility performance: Evidence from Chinese public firms. *Sustainability*, 10(8), 1–12. doi: 10.3390/su10082752

APÊNDICES

APÊNDICE 1. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO ECONÓMICA

DIMENSÃO ECONÓMICA				
Variáveis Independentes		Fundamentação Teórica	Amostra	Resultados Obtidos
Características Macroeconómicas	GDP	(Vieira et al., 2019)	Empresas não financeiras cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>	Positivo (+)
		(Terjesen et al., 2016)	3876 Empresas públicas de 47 países	Negativo (-)
		(Kalsie & Shrivastav, 2016)	164 empresas presentes na BSE 200	Positivo (+)
Características Corporate Governance	Board Size	(Badu & Appiah, 2017)	137 empresas da Nigéria e Gana	Positivo (+)
		(Setia-Atmaja, 2018)	Austrália	Positivo (+)
		(De Andres et al., 2005)	450 não financeiras e não seguradoras de 10 países	Negativo (-)
		(Terjesen et al., 2016)	3876 Empresas públicas de 47 países	Negativo (-)
	Board Independence	(Terjesen et al., 2016)	3876 Empresas públicas de 47 países	Negativo (-)
	Audit Committee	(Ben Barka & Legendre, 2017)	Empresas cotadas na SBF 250	Positivo (+)
		(Artiach et al., 2010)	Empresas do DJSI <i>Word Index</i>	Positivo (+)
Características Específicas das Empresas	Size	(Zeitun & Tian, 2007)	167 Empresas cotadas na <i>Amman Stock Exchange</i>	Positivo (+)
		(Pervan & Višić, 2012)	Empresas do sector industrial da Croácia	Positivo (+)
		(Pouraghajan & Malekian, 2012)	Empresas cotadas na <i>Tehran Stock Exchange</i> (TSE)	Positivo (+)
		(Zeitun & Saleh, 2015)	Empresas de 6 países diferentes	Positivo (+)
		(Basit & Hassan, 2017)	Empresas presentes na <i>Karachi Stock Exchange</i> (KSE)	Positivo (+)
		(Campbell & Mínguez-Vera, 2008)	Empresas não financeiras cotadas <i>Madrid Stock Exchnge</i>	Negativo (-)
		(Iqbal & Usman, 2018)	Empresas têxteis do Paquistão	Positivo (+)
	Capital Structure	(Ahmad & Roslan, 2012)	Empresas do sector industrial da Malásia	Negativo (-)
		(Basit & Hassan, 2017)	Empresas cotadas na <i>Karachi Stock Exchange</i> (KSE)	Negativo (-)
	Sales Growth	(Davydov et al., 2014)	353 empresas da Rússia	Positivo (+)
	Age	(Pouraghajan & Malekian, 2012)	Empresas cotadas na <i>Tehran Stock Exchange</i> (TSE)	Positivo (+)
		(Ben Barka & Legendre, 2017)	Empresas do sector industrial da Malásia	Positivo (+)
		(Dawar, 2014)	Empresas da Índia	Negativo (-)
	Tangibility	(Pouraghajan & Malekian, 2012)	Empresas cotadas na <i>Tehran Stock Exchange</i> (TSE)	Positivo (+)
		(Dawar, 2014)	Empresas da Índia	Positivo (+)
		(Zeitun & Tian, 2007)	167 empresas cotadas na <i>Amman Stock Exchange</i>	Negativo (-)
		(Zeitun & Saleh, 2015)	Empresas de 6 países diferentes	Negativo (-)
		(Bhattarai, 2016)	Empresas cotadas na <i>Nepal Stock Exchange</i> (NSE)	Negativo (-)
		(Setiadharma & Machali, 2017)	Empresas cotadas na <i>Indonesia Stock Exchange</i>	Negativo (-)

APÊNDICE 2. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO AMBIENTAL

DIMENSÃO AMBIENTAL				
Variáveis Independentes		Fundamentação Teórica	Amostra	Resultados Obtidos
Características Macroeconómicas	GDP	(Morse, 2018)	180 Países	Positivo (+)
		(Harrison & Berman, 2016)	837 empresas EUA	Negativo (-)
		(Teküfekçi & Kutay, 2016)	14 Países	Negativo (-)
Características Corporate Governance	Board Size	(Walls et al., 2012)	500 Indústrias presentes na <i>Standard & Poor's</i>	Positivo (+)
		(Arena et al., 2015)	Empresas cotadas nos EUA	Positivo (+)
	Board Independence	(Mallin & Michelon, 2011)	176 empresas da <i>Business Ethics 100 Best Corporate Citizens</i>	Positivo (+)
		(Walls et al., 2012)	Indústrias presentes na <i>Standard & Poor's</i>	Positivo (+)
	Audit Committee	(Chariri et al., 2017)	136 Empresas da <i>Indonesia Stock Exchanges</i>	Positivo (+)
	Corporate Social Responsibility Committee	(Hussain et al., 2018)	100 Empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Positivo (+)
	Size	(Walls et al., 2012)	Indústrias presentes na <i>Standard & Poor's</i>	Positivo (+)
		(Arena et al., 2015)	Empresas cotadas nos EUA	Positivo (+)
	Capital Structure	(Kumar & Shetty, 2018)	Índia	Negativo (-)
	Age	(Kumar & Shetty, 2018)	Índia	Negativo (-)

APÊNDICE 3. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS E AUTORES: DIMENSÃO SOCIAL

DIMENSÃO SOCIAL				
Variáveis Independentes		Fundamentação Teórica	Amostra	Resultados Obtidos
Características Macroeconómicas	GDP	(Harrison & Berman, 2016)	837 Empresas	Negativo (-)
	Board Size	(Mallin & Michelin, 2011)	176 empresas presentes na <i>Business Ethics 100 Best Corporate Citizens</i>	Positivo (+)
Características Corporate Governance		(Zhuang et al., 2018)	Empresa Públicas China	Positivo (+)
	Board Independence	(Hussain et al., 2018)	100 empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Positivo (+)
	Corporate Social Responsibility Committee	(Hussain et al., 2018)	100 empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Positivo (+)
Características Específicas das Empresas	Size	(Hussain et al., 2018)	100 empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Negativo (-)
	Capital Structure	(Hussain et al., 2018)	100 empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Negativo (-)
	Sales Growth	(Hussain et al., 2018)	100 empresas presentes na <i>Global Fortune</i>	Negativo (-)

APÊNDICE 4. TABELA DE VARIÁVEIS COM SINAIS ESPERADOS

	Dimensão Económica	Dimensão Ambiental	Dimensão Social
GDP	+/-	+/-	-
<i>Board Size</i>	+/-	+	+
<i>Board Independence</i>	-	+	+
<i>Audit Committee</i>	+	+	
<i>CSR Committee</i>		+	+
<i>Size</i>	+/-	+	-
<i>Capital Structure</i>	+/-	-	-
<i>Sales Growth</i>	+		-
<i>Age</i>	+/-	-	
<i>Tangibility</i>	+/-		

APÊNDICE 5. TABELA SÍNTESE SINAIS OBTIDOS

	Portugal				Espanha				Península Ibérica			
	ROA	QTobin	GA	GS	ROA	QTobin	GA	GS	ROA	QTobin	GA	GS
GDP		+	+									
<i>Board Size</i>				-		+	+	+		+	+	+
<i>Board Independence</i>			+	+								
<i>Audit Committee</i>												
<i>CSR Committee</i>	-	-		+			+				+	
<i>Size</i>		+		+	+	-		+			+	+
<i>Capital Structure</i>		-	-	-	-	+	+	-	-	+	+	
<i>Sales Growth</i>	+	+		+	+	+	+	+				+
<i>Age</i>	+	+	-			+				+		
<i>Tangibility</i>	-	-						+				